

بورصــة الأوراق ا الية

بورصة الأوراق المالية

تأليف

الأستاذ مصطفى يوسف كافي

بورصة الأوراق المالية

تأليف: الأستاذ مصطفى يوسف كافي

الطبعة الأولى: ٢٠٠٩.

عدد النسخ: ١٠٠٠ نسخة.

جميع العمليات الفنية والطباعية تمت في:

دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع

يطلب الكتاب على العنوان التالي:

دار مؤسسة رسلان

للطباعة والنشر والتوزيع

سوريا ـ دمشق ـ جرمانا

هاتف: ٥٦٢٧٠٦٠ ١١ ٠٠٩٦٣

فاكس: ٥٦٣٢٨٦٠ ١١ ٠٠٩٦٣

ص. ب: ٢٥٩ جرمانا

بسم الله الرحمن الرحيم

وما أُوتيتم من العِلْمِ إلا قَليلاً



***إلى كل الذين يعملون بصمت وإصرار من أجل بناء ونهضة بلدي الحبيب سـوريا.**

***إلى روح أبي العزيز: "يوسـف"**

***إلى أبنائي الأعزاء......!**

مصطفى

مقدمة

"ابدأ؛ فالبداية نصف العمل. دع النصف الآخر باقياً؛

ومن جديد أبدأ به، وسينتهي عملك"

أوزونيوس

لقد أصبحت البورصة وتطورها مقياس التقدم الحضاري في عالمنا المعاصر، بدونها، يصعب أن تنهض الأمم وترتقي، .... بل أداة من أهم أدواته ووسيلة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية في كافة المجالات...

كما أن للبورصات دوراً شديد الأهمية في جذب رأس المال الفائض غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل لا أثر له إلى رأسمال موظف فعال له الأثر الايجابي، ...

وحتى تقوم البورصة بهذا الدور المتميز يتطلب الأمر وجود سوق فعّال للأوراق المالية في أي بلد ما. ووجود هذا السوق الفعال يفترض توافر شروط معينة منها: أن يكون الاقتصاد منتعشاً، وجود سياسة اقتصادية رشيدة، واستقرار الأوضاع السياسية والاجتماعية والقانونية وأيضاً الضريبية، وفرة المدخرات أو الثروات الفردية أو الجماعية، وجود جهاز متكامل من البنوك والمؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية فضلاً عن توافر كوادر فنية متخصصة.

ومن هنا فإن إنشاء وتطوير البورصات يحتاج من متخذ القرار الاقتصادي إدراكاً أوسع وأفضل وأولوية متقدمة حتى تؤتي البورصة تأثيرها الإيجابي في المجتمع.

سيتم تقسيم الكتاب إلى ثلاثة وعشرين فصلاً على النحو التالي:

الفصل الأول: بورصة الأوراق المالية

الفصل الثاني: أهمية بورصة الأوراق المالية وعوامل نجاحها.

الفصل الثالث: مواصفات وأنواع البورصات.

الفصل الرابع: مستويات كفاءة بورصة الأوراق المالية.

الفصل الخامس:السوق المالية وتقسيماتها.

الفصل السادس: مكونات سوق الأوراق المالية.

الفصل السابع:إدارة بورصة الأوراق المالية.

الفصل الثامن: نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية.

الفصل التاسع: قيد الأوراق المالية بالبورصة.

الفصل العاشر: من هم السماسرة والوسطاء في البورصة؟

الفصل الحادي عشر: الصفقات المالية ببورصة الأوراق المالية.

الفصل الثاني عشر: السوق النقدية والسوق رأس المال.

الفصل الثالث: مفهوم أمن البورصة.

الفصل الرابع عشر: الأوراق المالية المتداولة في البورصات المالية.

الفصل الخامس عشر: المشتقات المالية.

الفصل السادس عشر: تقييم الأسعار السوقية للأوراق المالية.

الفصل السابع عشر: مخاطر وعائد الاستثمار في الأوراق المالية.

الفصل الثامن عشر:إدارة محافظ الأوراق المالية.

الفصل التاسع عشر: مؤشرات بورصة الأوراق المالية.

الفصل العشرون: التحليل الأساسي.

الفصل الحادي والعشرون: التحليل الفني.

الفصل الثاني والعشرون: دور البورصة في التسعير وتقويم رأس المال.

الفصل الثالث والعشرون: صناديق الاستثمار.

نضع هذا (الكتاب ـ العمل) في متناول كل باحث وقارئ عن أصول بورصات الأوراق المالية وكلنا أمل أن يجد فيه ضالته وما يحتاجه من معلومات تفيده في مجال العمل البورصوي حرصاً منا على أغناء مكتبتنا العربية بكل ما هو مفيد.

والله ولي التوفيق

أ. مصطفى يوسف كافي ـ اللاذقية

الفصل الأول

♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦♦

بورصة الأوراق المالية (Financial Markets)

المبحث الأول

ما هو مفهوم البورصة ؟

"لا تلم البورصة على أخطائك"

فرانك ويليامز

ترجع تسمية كلمة "البورصة" **Bourse** إلى القرن السادس عشر، وإلى أحد مصدرين، **الأول**: هو فندق في مدينة **Bruges** كان يزيّن واجهته شعار عملة عليها ثلاثة أكياس **Trois Bourses** وكان يجتمع فيه، لتصريف الأعمال، عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون.

والثاني: نسبة إلى عائلة **Van Der Burse** فان دير بورص البلجيكية التي كانت تعمل في المجال البنكي والتي كان فندقها بمدينة بروج **Bruges** مكاناً لالتقاء التجار المحليين في القرن السادس عشر[1]، حيث أصبح رمزاً لسوق رؤوس

---

١ ـ أ. حسام الدين محمد، ألف باء البورصة، إسلام أون لاين. نت، ص٣.

الأموال وبورصة السلع وكان يقال: "ذهبنا **Chez les Burses** " وبعدها تطورت فأصبحت "ذهبنا **A La Bourse** " وكان نشر ما يشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول لأول مرة عام ١٥٩٢ بمدينة أنفرز **Anvers** أمستردام، فرانكفورت،برشلونة، ليون، تولوز، ويرجع تاريخ إنشائها إلى القرن السادس عشر،بورصة عقود نيويورك عام١٨٩٣، وليفربول عام ١٨٧٣، ونيون أورليانز عام ١٨٨٠، بورصة الإسكندرية عام ١٨٨٣، وبورصة القاهرة عام ١٨٩٠.

وحتى القرن التاسع عشر كانت عمليات التبادل والاتفاقات التجارية وعمليات البنوك والبورصات تختلط فيما بينها من الناحية العملية في نشاط واحد. هذا وقد **عرف العالم نوعين من البورصات:** أحدهما بورصة الأوراق المالية وتتعلق بالتعامل على الأسهم والسندات، والأخرى بورصة التجارة ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية.

وفي القرن العشرين غدت البورصة السوق الرئيسية للأوراق المالية وبمرور الزمن يزداد تنوع التعامل في الأوراق المالية داخل السوق،وسرعان ما تظهر الحيل ويتم التلاعب من أجل الحصول على المال والإثراء السريع، وبالفعل أمكن للكثيرين أن يحققوا أموالاً طائلة، وبدأت المشاكل والتعقيدات تتفاقم، الأمر الذي اقتضى تدخل الحكومات لتنظيم هذه الأسواق لحماية الاقتصاد القومي وتأمين مصالح صغار المساهمين، وذلك بسن القوانين والتشريعات اللازمة.[١]

جوانب مفهوم البورصات:

تعد البورصات سوقاً يلتقي فيها البائع والمشتري لإتمام عملية تبادل من المبادلات........ ومن ثم فإن نشاط البورصات يتسع ليشمل كافة أنواع المعاملات والأنشطة التي يمارسها البشر ويحتاجون إليها لإشباع احتياجاتهم ورغباتهم.

---

١ ـ د. أسامة محمد الفولي ـ د. زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، دار الجامعة، الجديدة، ٢٠٠٥ـ٢٦٨ـ٢٦٩.

فالبورصة سوق تقوم على تبادل منتج (سلعة / خدمة / فكرة) ما بين بائع ومشتري، كل منهم لديه الرغبة والقدرة على إتمام عملية التبادل وفق القواعد والشروط المتفق عليها.

ولما كانت البورصات متنوعة ومختلفة نظراً لتنوع نشاط البشر واختلاف تخصص الأفراد واختلاف ظروف كل مجتمع من المجتمعات فإنه يتعين الإحاطة بجوانب مفهوم البورصة والتي يحددها لنا الشكل التالي [1]:

شكل يوضح: جوانب مفهوم البورصة

مكان معلوم ومحدد مسبقاً
قدر مناسب من الشفافية والعلانية
رصد المتغيرات والمستجدات بسهولة
قياس ومعرفة الاتجاهات المختلفة
إتمام المعاملات بجوانبها
تيسير التبادل
تيسير نقل الملكية
تيسير الحيازة والانتفاع

فالبورصة مكان معلوم ومحدد مسبقاً، يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات تبادل بيعاً وشراءً.... ويتوافر فيها قدر مناسب من العلانية والشفافية بحيث تعكس آثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم فتتحدد بناءً عليها الأسعار سواء صعوداً أو هبوطاً أو ثباتاً..... كما يتم من خلالها رصد ومتابعة المتغيرات والمستجدات التي تطرأ على حركة التعامل بسهولة ويسر، وبالتالي يمكن قياس أثرها ومعرفة

١- د محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة، ايترك للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الثانية، ١٩٩٩، ص٩ -١٢.

اتجاهاتها وتحليل هذه الاتجاهات والتنبؤ بما يمكن أن تكون عليه في المستقبل.... ثم في النهاية يمكن إتمام حركة المعاملات بجوانبها: المالية، القانونية، الاقتصادية، من حيث:

- تيسير إتمام عملية التبادل ما بين طرفي المبادلة البائع والمشتري.
- تيسير إتمام عملية نقل الملكية والتسجيل القانوني لعملية البيع أو للشيء المباع.
- تيسير إتمام عملية نقل الحيازة وتحقيق الانتفاع من الأصل الذي تم بيعه.

والبورصة بذلك سوق متكامل فعال تتوفر فيه الحرية الكاملة لقوى العرض والطلب لتتفاعل بيعاً وشراءً في ظل روح من المنافسة الكاملة، وبذلك فالبورصات تكتسب قدراً كبيراً من الفاعلية عندما يكون الاقتصاد حراً وتفقد كثيراً من الفاعلية عندما يكون الاقتصاد مقيداً.

وتزداد حيوية البورصات وأهميتها في الاقتصاد القومي كلما زاد عدد الشركات المسجلة فيها وكلما ازداد عدد الأوراق المطروحة للتداول وعدد المتعاملين والراغبين في التعامل..... وتزداد تبعاً لذلك عدد العمليات، وحركية البورصة وقدرتها على مواجهة متطلبات العاملين واحتياجاتهم المتنوعة والمتزايدة، خاصة مع اتساع وتنوع النشاط الاقتصادي وتكاثفه.

لقد ساهمت البورصات بفاعلية في عمليات تعبئة وتحريك الفائض الاقتصادي وتوفير الحافز على الادخار وعلى الاستثمار، وعلى تشجيع الأفراد على الدخول في الاكتتابات في الأوراق المالية المختلفة والمساهمة في رؤوس الأموال للمشروعات والشركات وفي الوقت ذاته توفير التمويل اللازم لها من خلال طرح وإعادة طرح الأوراق المالية الأخرى من سندات وصكوك وخلافه، وكلما كانت البورصة فعالة، كلما كانت أقدر على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وللنظام الاقتصادي القائم فيها وذلك من خلال ما يمكن أن تسهم به في:

- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في البورصة وحماية طرفي المبادلة (البائعين / المشترين) من أي ظلم أو غبن، مع استيعاب وتفعيل العوامل الظرفية وتحقيقها بالشكل الذي يدعم ويحقق العدالة السعرية التي تعكس حقيقة قوى العرض والطلب في لحظة التعامل.
- القدرة على توفير وفتح وإعادة فتح وتدوير وتشغيل كمّ مناسب من الأموال لكي تعمل على تحقيق سيولة المجتمع وعلى تفعيل توازنات استثماره في مراحلها المختلفة: قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل، وذلك من خلال ضمان وتوفير تعامل سريع وفوري للأوراق المالية لإشباع احتياجات كل المتعاملين في البورصة بيعاً وشراءً وما يتطلبه ذلك من ديناميكية التداول ومن سرعة في إجراء التسويات.
- العمل على جذب وتوجيه المدخرات والأموال المتاحة في المجتمع إلى مجالات الاستثمار الحقيقية القائمة والمزمع إقامتها والتي تسهم إسهاماً مباشراً في الارتقاء بالنمو الاقتصادي وبالتنمية الاقتصادية للمجتمع.
- زيادة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في البورصات وبما يعنيه ذلك من اجتذاب صغار المدخرين وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي فضلاً عما يعنيه ذلك من زيادة الإدراك بخطورة الاستثمار وتأثيراته المختلفة على المجتمع.
- قيادة النشاط الاستثماري والتوظيفي ليس فقط للأفراد ولكن أيضاً للمؤسسات والمشروعات المختلفة.

إن هذا وغيره يوضح لنا أن البورصات أصبحت من الضرورة ومن الأهمية، بحيث أنه لا يتصور وجود اقتصاد قوي بدونها، وإنه لا يتصور إقامة مجتمع اقتصادي متكامل بدون تواجدها، ومن هنا فإن إنشاء وتطوير البورصات تحتاج من متخذ القرار الاقتصادي إدراكاً أوسع وأفضل وأولوية متقدمة حتى تؤتي البورصة تأثيرها

الإيجابي في المجتمع، وهو ما يحتاج أيضاً منا الوقوف على مواصفات وخصائص البورصات.

فلسفة بورصة الأوراق المالية:

نلاحظ أن التعريفات تتعدد في هذا الصدد، نذكر منها:

١. **البورصة (سوق التداول)**: هي اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق (السماسرة) لتنفيذ أوامر زبائنهم المتلقاة/ قبل وأثناء فترة العمل، فسوق التداول (البورصة) تنظيم يتم من خلاله التقاء العرض والطلب **Supply & Demand** وهو وسيلة من وسائل الاتصال المعروضة للتعامل في أوراق مالية معينة، تتوفر فيها شروط محددة، وفقاً لقواعد ونظم معينة تهدف إلى وضع هذا التعامل على أسس سليمة.

٢. **البورصة (من الناحية المادية)**: هي المكان الذي يجتمع فيه عدد كبير من الأشخاص الوسطاء، لكي يقوموا في ما بينهم بعمليات مختلفة تتعلق ببضائع أو صكوك مالية، ومن الناحية القانونية تعني البورصة ـ من جهة ـ الجهاز الذي تتم عبره عمليات البورصة (سوق الأوراق المالية أو السلع)، ومن جهة ثانية مجموع العمليات المنفذة ضمن شروط معينة سواء من قبل أصحاب المصلحة شخصياً أو من قبل الوسطاء، وهذه الحالة الأخيرة هي الأكثر شيوعاً.

٣. **البورصة**: هي سوق منظمة وموجهة للجمهور حيث تتم العمليات وفقاً للقواعد المنصوص عليها في القوانين والأنظمة، وهذه العمليات لا يمكن إجراؤها وتنفيذها إلا عن طريق الوسطاء المخولين قانوناً القيام بذلك.

٤. **البورصة**: هي مؤسسة مستمرة ومنظمة تنظيماً دقيقاً يضمن تلاقي العرض والطلب بالنسبة للبضاعة أو القيم التي تتناولها حركتها في جو من المنافسة الحرة المتاحة.

5. **البورصة**: هي مؤسسة تعتبر سوقاً نموذجية حيث يتم التعامل بالدرجة الأولى بالأوراق المالية، في ظل منافسة حرة.

وقد عرّف **محمد يوسف ياسين البورصة بأنها**: " سوق منظمة تعقد في مكان معين، وفي أوقات دورية، بين المتعاملين بيعاً وشراءً بمختلف الأوراق المالية، ويعمل في هذه السوق أشخاص مختصون هم سماسرة ووسطاء الأوراق المالية. ولا يجوز أن تتم العمليات في هذه السوق إلا بواسطة وسطاء رسميين وفي الشكل المحدد قانوناً، وتتصف هذه العمليات بالصبغة التجارية، علماً أنه لا يكتسب أي من البائع أو المشتري للأوراق المالية هذه الصفة لمجرد دخوله في إحدى عمليات البورصة.

وأيضاً **تعرّف** بورصة **الأوراق المالية Burse**: بأنها السوق التي يتم فيها قيد وتداول الأوراق المالية بين المتعاملين وفقاً لتفسير وتحليل المعلومات المتدفقة إليهم.

أو هي" الإطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفير قنوات اتصال فعّالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية هي واحدة وذلك بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة"[1]

وخلاصة القول فهي أماكن منظمة يلتقي فيها الممولون والمستثمرون، أو المقرضون والمقترضون لبيع وشراء الأوراق المالية من خلال الوسطاء أو ما يطلق عليهم السماسرة بهدف الحصول على عوائد أكبر في المستقبل بدرجة مخاطرة محددة وبالتالي تعزيز القدرة الإنتاجية للأصول المادية لدى المستثمرين وبنفس الوقت تعظيم القيمة السوقية للأصول المالية لدى الممولين.

وتتميز البورصة عن باقي الأسواق بثلاث ميزات أساسية هي:

أولاً: تجري العمليات في البورصة دون استخدام الإسناد التي هي موضوع لها دون حملها إلى البورصة بصورة فعلية، فيتم تداول الأوراق المالية كما لو أنها من الأشياء المثلية مع فروقات بسيطة تتعلق بتعيينها عن طريق تحديد كميتها وصفتها فقط.

[1] ـ أحمد فهمي الإمام، أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية، اتحاد المعارف العربية، ١٩٧٩، ص٢٧.

ثانيـاً: لا يتصـل البـائعون والمشـترون ببعضـهم الـبعض بصـورة مباشـرة، وإنمـا يـتم ذلـك عـن طريـق وسـطاء مختصـين، وهـكـذا فـإن المتعـاملين في البورصـة لا يعرفـون بعضهم.

ثالثاً: إن المتعاملين في البورصة هم في الأغلب من المضـاربين، أي أنهـم يشـترون أو يبيعون للمضاربة على ارتفاع الأسعار وهبوطها، والإفادة بنتيجة ذلك من فروقات هـذه الأسعار.

تعتـبر البورصـة سـوقاً مثاليـة يتسـع فيهـا المجـال للمنافسـة الحـرة بـين البـائعين والمشترين.

أما الأسباب التي تجعل البورصة سوقاً مثالية، فترجع إلى الأمور التالية:

١. تركيـز العـرض والطلـب في سـوق واحـدة ممـا يـؤدي إلى إحـداث سـعر واحد يكون مقياساً للأسعار داخل البورصة وخارجها.

٢. حرية المساومة.

٣. عدم التحكم في الأسعار بسبب تعارض مصـالح المتعـاملين، فـإذا كـان من مصلحة بعضـهم هبـوط الأسـعار، فإنـه لا يسـتطيع تحقيـق ذلـك وفـق رغبته لأن هناك آخرين قد يكون ارتفاع الأسعار من مصلحتهم.

٤. تـوافر العلنيـة الكافيـة، لأن العمليـات تجـري عـن طريـق المنـاداة وتقييـد الأسعار بصورة ظاهرة في ألواح معروضة للجمهور.

٥. اقتصـار التعامـل في البورصـة علـى المثليـات، أي الأشـياء الـتي تعـين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العدد.

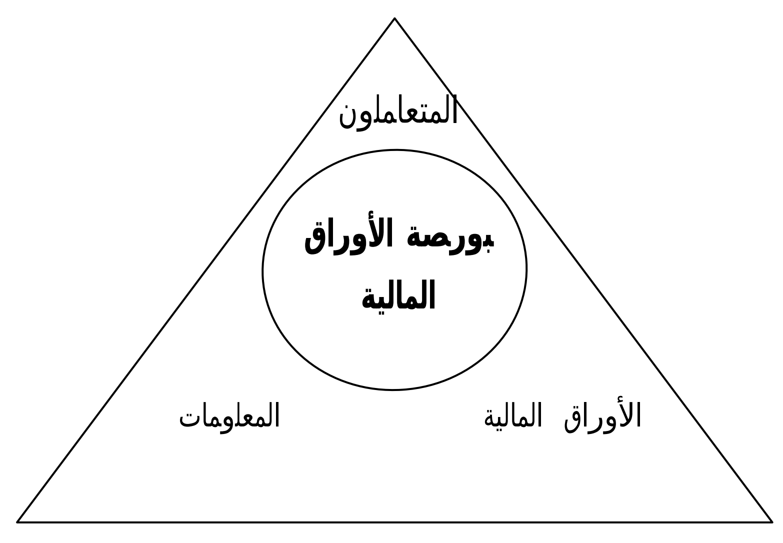
▪ عناصر بورصة الأوراق المالية[1]:

إن عناصر بورصة الأوراق المالية تتمثل في:

١. **الأوراق المالية (الأسهم والسندات)**: وتمثل البضاعة أو السلعة التي يتم تداولها في السوق.

٢. **المتعاملون**: وهم البائعون والمشترون والسماسرة والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية.

٣. **المعلومات**: وتمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء أو البيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية بمعرفة المستثمرين الحاليين والمرتقبين.



١- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٠٠٥م.

المبحث الثاني

أسـواق الأوراق المالية الدولية
(أو البورصات الدولية)

" من يتجاوز ا دف يفقده كمن يصل إليه"

مونة

إن مصـطلح البورصـات الدوليـة يطلـق عـادة علـى بورصـات الـدول الصـناعية المتقدمـة، وبورصـات الـدول الصـناعية الجديـدة **Emerging Markets** الـتي خرجـت إلى النور في بداية السبعينات ويمكن تقسيم هذه الدول طبقاً للمعيار الجغرافي إلى:

- البورصات الأمريكية.
- البورصات الأوروبية.
- البورصات الآسيوية.

ونعرض لكل منها بصورة مختصرة كالآتي[1]:

• البورصات الأمريكية:

تحتـل الولايـات المتحـدة المركـز الأول مـن ناحيـة التقـدم في أسـواق المـال، حيـث يوجد أكبر عدد من الشـركات المسـجلة في قـوائم الأسـعار بالبورصـة، ويشـهد علـى ذلـك مـا هـو موجـود في وول سـتريت **American Stock Exchange** ومجلـس

١- د. عبـد الغفـار حنفـي، د. رسميـة قريـا قـص، د. عبـد الفتـاح إسماعيـل، الأسـواق الماليـة، الـدار الجامعية، كلية التجارة ـ جامعة الإسكندرية، ٢٠٠٦، ص٤٨ـ٥٢.

شيكاغو للتجارة **Chicago Board Trade** وتتميز أسواق المال الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة حيث يتم التعامل في عقود المستقبليات والخيارات.

• البورصات الآسيوية:

في آسيا تحتل كلٌ من بورصتي طوكيو وهونغ كونغ المكان الأول بين البورصات الآسيوية، أما بورصة طوكيو التي تسمى "كابوتو - شو" فتتجاوز قيمة رسملة تعاملاتها حجم البورصات الأوروبية مجتمعة.

أما **بورصة هونغ كونغ**، فإن مستقبلها مرتبط في الواقع بالعلاقة الصينية البريطانية فيما يتعلق بالشكل القانوني لهونغ كونغ وبصفة عامة فإن بورصتي طوكيو وهونغ كونغ تعدان من البورصات الديناميكية.

بجانب تلك البورصتين في آسيا، يشهد العالم ظهور بورصات جديدة لا تقل ديناميكية عنهما، خاصة في ماليزيا، الصين، الهند، الفلبين، كوريا، باكستان، وتركيا.

• البورصات الأوروبية:

- البورصات الانكليزية:

تحتل لندن السوق الأولى من ناحية عدد الخطوط المقيدة بالبورصة، من حيث قيمة رسملة التعامل، وحجم العمليات، وتعود أهمية بورصة لندن إلى تاريخ اقتصادي حافل، هو تاريخ انكلترا التي كانت القوة التجارية والصناعية العظمى حتى نهاية القرن التاسع عشر، تاريخ تبعة سوق مالي كان قادراً على مواجهة متطلبات مشروعات تلك القوة العظمى.

- البورصات الفرنسية:

تتم العمليات على الأوراق المالية في بورصة باريس عن طريق الشركات أعضاء البورصة الذين يطلق عليهم اسم **Societies de bourse** وفي السوق الفرنسي يمكن نشر الأوراق المالية في بورصة واحدة فقط من ضمن سبع بورصات تنتشر في المدن

الرئيسية لفرنسا (باريس، بوردو، ليل، ليون، مارسيليا، نانسي، ونانت) هذه البورصات السبع تمثل معاً نظاماً متكاملاً يخضع لنفس السلطات ولنفس قواعد النشر **Listing** ويتم المتاجرة فيها تحت نظام الكتروني مركزي يعرف باسم **CAS** يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة في كل الأوراق المالية في فرنسا.

ـ ـ البورصة الألمانية:

تتميز أسواق المال الألمانية بصغر حجمها مقارنة باقتصاديات ألمانيا الضخمة وباحتياجات مشروعاتها، كما أن تلك الأسواق تكاد تكون محتكرة على المصارف، غير أن احتمال اختيار " فرانكفورت " لإنشاء أول مصرف مركزي أوروبي (طبقاً لمعاهدة ماستريخت) ـ وهو احتمال قوي ـ قد يجعل منها رائداً أوروبياً في مجال أسواق المال.

تحتل أمستردام أهمية خاصة حيث يظهر فيها أول سوق أوروبي لعقود الخيارات **European Option Exchange** وقد شهدت بورصة أمستردام تطورات عديدة جعلها سوقاً مرغوبة للمستثمرين الأجانب.

البورصات الأوروبية الأخرى:

وهذه البورصات صغيرة وتوجد في استوكهولم، أوسلو، هلسنكي، ويتمركز حجم أعمالها حول عدد محدود من الشركات الكبرى، وتتأثر كثيراً بالأحداث السياسية والاقتصادية.

بالإضافة إلى تلك البورصات الصغيرة هناك بورصات ديناميكية توجد في سويسرا (زيورخ وجنيف)، وفي ايطاليا (ميلانو) حيث تتميز بورصاتها بالتقلبات الشديدة.

أخيراً، فإن بورصة مدريد تعد من البورصات النامية في أوروبا وقد تطورت كثيراً مع دخول اسبانيا السوق الأوروبية المشتركة.

ولكن لماذا البورصات بالذات ؟ هل تعتبر مؤشراً للوجه الحضاري لاقتصاديات الدول وتقدمها ؟.

بورصـات الأوراق الماليـة هــي أسـواق لتـداول الأوراق الماليـة المختلفـة (أســهم ــ سـندات......) الـتي تصـدرها الشـركات وذلـك مـن خـلال مجموعـة مـن السماسـرة أو منـدوبيهم أو الوسـطاء، حيـث يـتم التعامـل بـالبيع والشـراء علـى الأوراق، في سـاعات محددة فالبورصة هي سوق مالي وتعد من أهم أجهزة الأسواق المالية.

وتهـدف البورصـات إلى تـأمين السـيولة وتجميـع المـدخرات للإسـهام في عمليـات الاستثمار والتنمية، فتمد المشروعات بالموارد المالية للاستثمار في النشاط الإنتاجي أو إضافة وحدات إنتاجية جديدة، وعن طريق البورصـات أيضـاً تتمكـن الدولـة مـن سـد احتياجاتهـا الماليـة اللازمـة للقيـام بأعبائهـا المتزايـدة ولتمويـل أهـداف التنميـة وذلـك بإصـدار سـندات طويلـة الأجـل، وأيضـاً الأذونـات الـتي تصـدرها الدولـة علـى الخزانـة العامة بالقروض قصيرة الأجل.

والبورصـة سـوق مثـالي تتحقـق فيـه المنافسـة الحـرة، وتتحـدد فيـه الأسـعار وفقـاً لقانون العرض والطلب.

وتلعـب البنـوك دوراً متعـدد الجوانـب في عمليـات البورصـة، فهـي تـوفر الخـدمات لأطـراف التعامـل في البورصـة وهــم الجهـات المصـدرة لـلأوراق الماليــة عــن طريـق تمكينهم من الإصدار خلالها، وأفراد الجمهور الذين يطلبون من البنـوك ـ باعتبـارهم عملاء لها ـ تنفيذ أوامـر البيـع والشـراء، أو مجـرد المشـورة الفنيـة الـتي تمتـد إلى إدارة محافظ أوراقهم المالية. وتقـوم البنـوك بتسـهيل التعامـل في البورصـة عـن طريـق تقـديم التسهيلات اللازمة لأطراف التعامل وفوق ذلك فإن وجود البورصة يمكّن البنـوك مـن توظيف أموالها، بالإضافة إلى ما تمثله من وعاء كبير في إدارة صناديق الاستثمار.

وحتى تقوم البورصة بهذا الـدور المتميـز يتطلـب الأمـر وجـود سـوق فعّـال لـلأوراق المالية في أي بلد مـا. ووجـود هـذا السـوق الفعـال يفـترض تـوافر شـروط معينـة منهـا: أن يكـون الاقتصــاد منتعشــاً، وجــود سياســة اقتصــادية رشــيدة، واســتقرار الأوضــاع السياسـية والاجتماعيـة والقانونيـة وأيضــاً الضــريبية، وفــرة المــدخرات أو الثــروات الفرديـة أو الجماعيـة، وجـود جهـاز متكامـل مـن البنـوك والمؤسسـات الماليـة الـتي تستخدم أساليب فنية فضلاً عن توافر كوادر فنية متخصصة.

هذا ويمكن تلخيص تلك الشروط كما يلي:

١. مناخ استثماري مستقر في إطار توزيع عادل للثروات.

٢. وعي اقتصادي ومالي، وهو الدور الذي تقوم به وسائل الإعلام العامة، الصحافة العامة والصحافة المالية المتخصصة في أسواق المال.

٣. نوادي الاستثمار التي تساعد على نشر الوعي الاقتصادي والمالي وآليات عمل البورصات.

٤. أدوات تقليدية ومستحدثة (أسهم بأنواعها وسندات بأنواعها، وأخرى قابلة للتحويل....... كما سبق أن ذكرنا) خاصة تلك الأدوات التي تناسب ذوي الدخل المحدود.

٥. مكاتب متخصصة في الإدارة الحديثة لمحافظ الأوراق المالية.

٦. الانفتاح على الأسواق الدولية وهو ما يرتبط بتكنولوجيا اتصالات متقدمة من ناحية، مع مواكبة للمخرجات الحديثة في تلك الأسواق من ناحية أخرى.

وجدير بالذكر أيضاً أن قيام أسواق الأوراق المالية واستمرارها يتطلب توفر شرطين أساسيين هما:

١. توافر الملكية الخاصة لهذه الأوراق للمستثمرين سواء كانوا أفراداً طبيعيين أو اعتباريين وهذه الملكية تمثل إما نصيباً في رأس مال المنشآت القائمة أو في قروض قدموها لهذه المنشآت.

٢. ضمان حرية التصرف في هذه الأوراق المالية بالبيع.

وبدون توافر هذين الشرطين لا يمكن تصور قيام بورصات للأوراق المالية.

الفصل الثاني

أهمية بورصة الأوراق المالية وعوامل نجاحها

"إن ا يل الراهن من القراء سيترك ا كان
خلال ٢٠ عاماً يل الكتاب الالكترو "
جاك رومانوس

البورصات تعمل على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب، وقوى العرض، وإتاحة الحرية كاملة، وتوفير العلانية الكاملة والشفافية الواضحة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات........ ومن ثم تعمل البورصة على ضمان حقوق المتعاملين جميعاً وبما يكفل حماية ووقاية أي منهم من التيارات الضارة بمصالحهم وأموالهم وحقوقهم...... وبالتالي فإن البورصات لها دور رئيسي تزداد وتتضح أهميته وضرورته في المجتمعات الحرة اقتصادياً والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة والمبادأة الفردية والجماعية للأشخاص والمؤسسات والمنظمات والتي معها تقوم البورصة بالدور الكبير في الحفاظ على حيوية ودافعية الاستثمار فضلاً عن القيام بأدوار ووظائف عديدة.

أولاً ـ الوظائف الاقتصادية للبورصة[1]:

إن البورصة بحكم وظيفتها الاقتصادية، تشكل آلية هامة من آليات تجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يتداول في هذه السوق من أسهم وسندات أدوات مالية أخرى فهي صلة الوصل بين المشاريع والإدخارات الفردية.

بالإضافة إلى ذلك تؤدي البورصة دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية، وإذا حاولنا عرض أهم الوظائف التي يمكن أن تؤديها فيمكن حصرها كما يظهرها الشكل التالي:

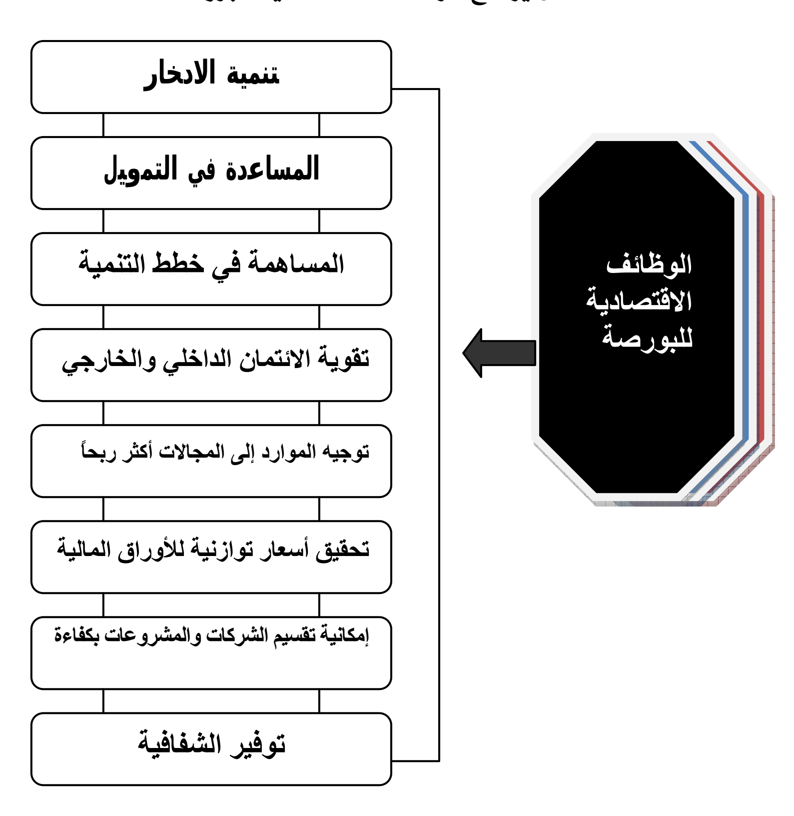
١- لمزيد من المعلومات يمكن الرجوع إلى المصادر التالية:

الدكتور حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، طبعة ٢٠٠١، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ص٢٠ وما بعدها.

الدكتور عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، طبعة جديدة معدلة ٢٠٠١، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، الدار الجامعية ص٣٧ وما بعدها.

الدكتور محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، ٢٠٠٥، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، ص٢٧٥ وما بعدها.

شكل يوضح الوظائف الاقتصادية للبورصة



١- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق الماليـة، وتوجيـه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي:

حيث تشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة (سواء الأسهم أو السندات) وذلك وفقاً لاتجاهات الأسعار.

٢- المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقترضين).

فالمقرضون يقومون بتخفيف نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض، وعندما يقوم المقترضون باستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج، فإنهم سوف ينتجون دخولاً أعلى وبالتالي زيادة مستوى المعيشة ليس فقط للمقترضين بل لكل فئات المجتمع.

٣- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق:

حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة، وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزانة العامة ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالاً لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

٤- المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي:

حيث إن عملات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهراً من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد الأوراق المالية.

٥- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثـر ربحية، وهو ما يصاحب نمو وازدهار اقتصادي:

وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية، يمكن إيجازها فيما يلي:

١. كفاءة التسعير: بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.

٢. **كفاءة التشغيل**: بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

٣. **عدالة السوق**: بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.

٤. **الأمان**: ويقصد به ضرورة توافر وسائل الحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات اللاأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف.

٥. **تحديد أسعار الأوراق المالية** بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة:

حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية غير المفاوضة أو المزايدة (المزاد العلني) والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقاً لظروف السوق السائدة، بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات والجهات الاقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية، وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية. ويمثل هذا السعر أفضل الأسعار بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلب **Highest Bid**) وللمشتري (أدنى سعر عرض **Lowest offer**).

١. **إن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات**: حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملاً في تحسين مركزها.

٢. **توفير الشفافية**: كما لاحظنا من قبل فإن البورصة تلزم الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية فيها، بالإفصاح عن جميع البيانات

الخاصة بها أمام جمهور المستثمرين بما يخلق بدوره حالة من الشفافية تعكس الواقع الاقتصادي العام للدولة ويشجع المزيد من رؤوس الأموال على الاستثمار في الدولة المعنية.

شروط إدراج الأوراق المالية في السوق:

لإدراج الأوراق المالية في السوق أهمية خاصة، وذلك كونها تمكن المستخدمين من الحصول على المعلومات الدقيقة والحديثة عن الأوراق المالية المقيدة، وعن المنشأة المصدرة لها وعن مركزها المالي والثانوي أولاً وفي إمكانية تحويل الأوراق المالية إلى نقود بسرعة والعكس صحيح من خلال معرفة المستثمر لأسعار الأوراق المالية بصورة مستمرة ثانياً، وفي مساعدتها على توسيع الخيارات المتاحة للمدخرين ثالثاً.

ومن أجل قبول الأوراق المالية لأي شركة مساهمة يتوجب توفر بعض الشروط من أهمها:

١. نسخة عقد تأسيس وقانونها الأساسي ورأسمالها المكتتب به والمدفوع فعلاً ومقدار الأرباح التي توزع وتصنيفات الأسهم ووصف السندات وبسعر الفائدة ونشرة عن الميزانية العمومية لسنوات سابقة.......

٢. نموذج الأسهم وسندات الشركة مميز عن إصدارات الأسهم وسندات الشركات الأخرى توضح فيه حقوق وواجبات حاملي هذه الأوراق المالية.

٣. نشرة إصدار الوثائق المالية موقعاً عليها من الأشخاص المسؤولين غير أنه حتى إذا تم قبول الأوراق المالية للشركات المساهمة في السوق المالية فإنه يمكن شطبها في الحالات الآتية:

- الأوراق المالية التي لم تعد تتوفر فيها الشروط المحددة سلفاً.
- الأوراق المالية للشركات التي تعلن إفلاسها.
- الأوراق المالية للشركات التي لا تتقيد بالالتزامات المنصوص عليها وذلك بعد منحها إنذاراً من قبل لجنة السوق.

- الأوراق المالية التي يصدر بها حكم قضائي بإلغاء وجودها القانوني.

المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية:

إن إقامة سوق للأوراق المالية يستوجب ضرورة توفير عدد من المتطلبات التي تشكل بدورها الركائز والمقومات الأساسية لإقامة هذه السوق وأهم هذه المتطلبات:

١- توفير مناخ استثماري ملائم:

يقصد بالمناخ الاستثماري مجموعة الظروف والسياسات والمؤسسات الاقتصادية والسياسية والتشريعية التي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون غيره، وهذا يعني أنه يشمل مجمل الأوضاع والظروف السياسية والاجتماعية والاقتصادية والتشريعية في البيئة الاستثمارية، ويأتي المناخ الاستثماري المناسب من عاملين أساسيين هما: عامل الثقة وعامل التنظيم، فمن خلالهما سيكون الأساس المناسب لإقامة مثل هذه السوق.

إن الوضع السياسي والاجتماعي الذي يتسم بالاستقرار المستمد من فلسفة اقتصادية واضحة الأطر ومحددة المعالم تفسح المجال لدور أكبر للقطاع الخاص في إدارة عملية التنمية الاقتصادية وكذلك توافر تنظيمات إدارية تتسم بالكفاءة والفاعلية، كل ذلك يسهم بدوره في توفير متطلبات الاستثمار المحلي فضلاً عما توفره من عامل جذب للاستثمارات الأجنبية.

كما أن النظام القانوني ومدى وضوحه واتساقه والتشريعات المنظمة لعمل السوق يؤدي إلى دور مهم في توفير المناخ الملائم للاستثمار.

وتقضي الإشارة إلى أن الامتيازات والإعفاءات التي تمنحها القوانين غير كافية إذا لم يوجد مناخ استثماري ملائم.

٢- الوعي الادخاري والاستثماري:

إن المتطلبات الأساسية لقيام سوق للأوراق المالية هو وجود وعي ادخاري واستثماري بين أوساط الجمهور، فهو يوفر الفرص العديدة لتدفق المدخرات نحو المشاريع، ويمكن قياس هذا الوعي من خلال نمو معدل الشركات المساهمة ورؤوس أموالها وحجم الأسهم المصدرة وحجم ودائع القطاعات الخاصة والعائلي وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

٣- كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية:

من بين المتطلبات الأساسية لإقامة سوق للأوراق المالية هو وجود شركات مساهمة عديدة إضافة إلى وجود أدوات مالية ذات أجيال مختلفة، ومواصفات ومزايا تتمثل باليسير وانخفاض المخاطر، وتغري المدخرين بالإقبال عليها واختيار المناسب منها، مما يساعد على اتساع رقعة السوق وازدهارها.

٤- توفر المؤسسات المالية الوسيطة:

تؤدي المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية منها وغير المصرفية دوراً في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها، وخلق الفرص الاستثمارية عن طريق الأسواق المالية ومن تحقيق تقارب العرض والطلب الذي يعتبر جوهر عمليات سوق الأوراق المالية، وتقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة فضلاً عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الآخرين، وتتمثل هذه الأجهزة المالية الوسيطة في المصارف التجارية، والمتخصصة وبيوت السمسرة وشركات التأمين وصناديق المعاشات والضمان الاجتماعي وصناديق الاستثمار وشركات التمويل والاستثمار.

٥- هيكل مؤسسي فعال ومتكامل:

ويتمثل هذا الهيكل بوجود هيئة رسمية (حكومية) تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق من حيث الأوراق المدرجة وشروط إصدارها وتداولها في السوق الأولية والثانوية، وكذلك الترخيص وتأهيل الكوادر والأفراد

والعاملين في السوق، بمعنى آخر أنها تقوم بكل الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات على الأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق.

٦-الإفصاح المالي وإشهار المعلومات:

ويعد الإفصاح وإشهار المعلومات بمثابة الروح لأي سوق للأوراق المالية، لذا يتوجب تقديم المعلومات والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدواتها في السوق المالية ليتمكن المستخدمون والمتعاملون في هذه السوق من ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

إن الإفصاح المالي أصبح مسألة قانونية أي أنه قد سنت له القوانين التي تلزم الشركات بنشر البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة كل سنة من حيث ميزانياتها، وحساب الأرباح والخسائر وتقارير مجالس الإدارة ومراقبي الحسابات وإظهار مراكزها المالية..... الخ، إذ يؤدي ذلك إلى تعميق ثقة الجمهور بعمليات السوق وإلى استقطاب مشاركة أوسع منهم، وغالباً ما تتم عمليات الإفصاح بواسطة النشرات التي يصدرها السوق أو التي تصدرها الشركات نفسها والتي يمكن أن تكون يومية أو أسبوعية أو شهرية أو عبر وسائل الإعلام المختلفة.

٧- نظام فعال للاتصالات:

إن وجود نظام فعال للاتصالات يعتبر أحد المقومات الأساسية لإقامة سوق أوراق مالية، على أن يتم بناء هذا النظام وفقاً لآخر تطورات الثورة الاتصالاتية من أجهزة هاتف وفاكس وحاسوب، وانترنت، وغيرها من الأجهزة والمعدات المتطورة التي تعمل على إيصال آخر المستجدات والتطورات بأقصى سرعة للأطراف المعنية، وتمكن السوق من معالجة أكبر حجم من المعاملات فضلاً عما يتيحه من إمكانية لربط السوق الإقليمية والدولية وبالتالي التعرف على الفرص الاستثمارية المتنوعة في هذه الأسواق.

ثانياً ـ عوامل نجاح الأسواق المالية[1]:

تتميز أهمية الأسواق المالية من اقتصاد إلى آخر، أو من موقع إلى آخر، وذلك نتيجة لعوامل مختلفة نذكر منها:

١ـ تعكس الأسواق المالية واقع الاقتصادات التي تضمها، فيما إذا كانت هذه الاقتصادات متقدمة ومندمجة هيكلياً وتسودها أنظمة سوقية ومؤسسات خاصة وآلية حرة أو بالعكس إن كانت ضعيفة ومشوّهة هيكلياً وتسيطر عليها أنظمة شمولية **Totalitarian** ومؤسسات عامة. و لا شك بأن الأسواق المالية تحقّق في الاقتصادات الأولى تقدماً أكبر مما يمكن أن تبلغه في الاقتصادات الأخرى وذلك لأن هذه الأسواق تتطلب لتسيير نشاطاتها واستمرار تطورها ـ دوراً قيادياً للقطاع الخاص وسريان قوانين السوق وآلياتها في إطار حريات التمويل والاستثمار والإنتاج والتبادل.

٢ـ ترتبط أهمية الأسواق المالية بتعاظم دور الشركات المساهمة الكبيرة والتي تتمتع بمرونة عالية تجاه حركات الأسعار والتغييرات التي تحدث في الاقتصادين المحلي والدولي. و هنا بما يتناسب مع حجم هذه الشركات يتحدد التوجه نحو الأسواق المالية لأغراض الاستثمار وإعادة الاستثمار والاقتراض وتوسع قاعدة الحصص المالية وعدد المساهمين...

٣ـ تبرز أهمية الأسواق المالية مع تطور مستويات ونشاطات وتنظيمات أجهزة المعلومات والاتصالات. وكلما تيسّر أكثر نشر المعلومات سادت الشفافية في الأسواق المالية وبالتالي ازداد دور هذه الأسواق في توسيع نطاق المبادلات وفي تكثيف معدلاتها. وهنا يظهر ما يعرف بالأسواق المتسمة بالكفاءة وقد استمدت هذه التسمية من الأسواق النقدية أولاً والتي عرفت بـ **Efficient Money Market (EMM)** وذلك حيث تنتشر المعلومات الجديدة بسرعة فتقيّم الأدوات الاستثمارية بشكل ملائم في وقت ما. وتقوم هذه السوق على فرضية أساسية والتي هي وجود عدد كبير من

١- د ـ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع ـ عمان، ٢٠٠٣، ص٨٦ ـ٨٨.

المستثمرين (والوسطاء) الباحثين عن أقصى الأرباح ومن المهتمين بتحليل وتقييم الأدوات.

٤ـ إن وجود أجهزة ائتمانية من مؤسسات مصرفية ومكاتب وساطات عالية الكفاءة يجعل أهمية الأسواق المالية أكبر، وخاصة عندما تعمل هذه الأجهزة ومن خلال شبكات الاتصالات المحلية والدولية على مدار الساعة. إن نشاطات الأجهزة المعنية وإداراتها المتقدمة وكفاءاتها العلمية والتكنيكية تجعل بالإمكان الوصول إلى كافة مواقع العرض والطلب للأصول الرأسمالية في الداخل والخارج وثم جذبها إلى الأسواق المالية التي تعمل في بلادها.

٥ـ إن إدارات الأوراق المالية وكفاءات كوادرها وطاقتها التكنولوجية، كلها تنعكس على أداء هذه الأسواق وبالتالي إذا أراد بلد تطوير أسواقه المالية يجب أن يهتم في المقام الأول بإدارة هذه الأسواق لأن الإدارة المتطورة هي التي تتولى وضع الخطط الخاصة بتعبئة الاستثمارات وإبعادها عن المخاطر المختلفة وتكفل النمو المتوازن للقيم السوقية للأصول المتداولة وتقلل من حركة المضاربة لصالح النشاطات الاستثمارية الاعتيادية وتجذب الكوادر المتخصصة والتكنيكية وترسخ القواعد العلمية وتكرس التقاليد الموضوعية وتتبنى الإجراءات السهلة والكفيلة بتدني تكاليف العمليات الجارية. هذا فضلاً عن قدرتها في تعميق وتوسيع علاقاتها مع الأجهزة والمراكز والشبكات المالية في العالم.ولكل العوامل السابقة نلاحظ الاختلاف الكبير بين الأسواق المالية المختلفة في العالم وخاصة بين الأسواق القيادية الدولية في كل من نيويورك وزيوريخ ولندن وطوكيو وسنغافورة والأسواق الأخرى التي تتراوح مجالات نشاطاتها اليومية بين وطنية ومحلية.

٦ـ توافر السيولة لتمويل عمليات الشراء والبيع السريعة للموجودات عند أسعار معلومة **Known Prices**.

٧ـ تقليل تكاليف المعاملات(البحوث والإعلانات والمعلومات...).

وتتعلق الكفاءة الاقتصادية (والمالية) للمعاملات الجارية في الأسواق المالية بهذه التكاليف. فإذا كان الحديث يجري حول تخفيض الكلفة كنسبة من قيمة التبادل

فإن ذلك يخص الكفاءة الداخلية **Internal Efficiency** ولكن عند تعديل الأسعار (وثم التكاليف) بسرعة مع المعلومات الجديدة حول العرض والطلب، فتعكس الأسعار (وثم التكاليف) المعلومات المهتمة بالأدوات الاستثمارية وهذا ما يعرف بالكفاءة الخارجية أو بكفاءة المعلومات **Information Efficiency External**.

٨ـ بناء السعر اعتماداً على عدد كبير من البائعين والمشترين الراغبين للتبادل عند مستويات أعلى أو أدنى من الأسعار الجارية.

الفصل الثالث

مواصفات وأنواع البورصات

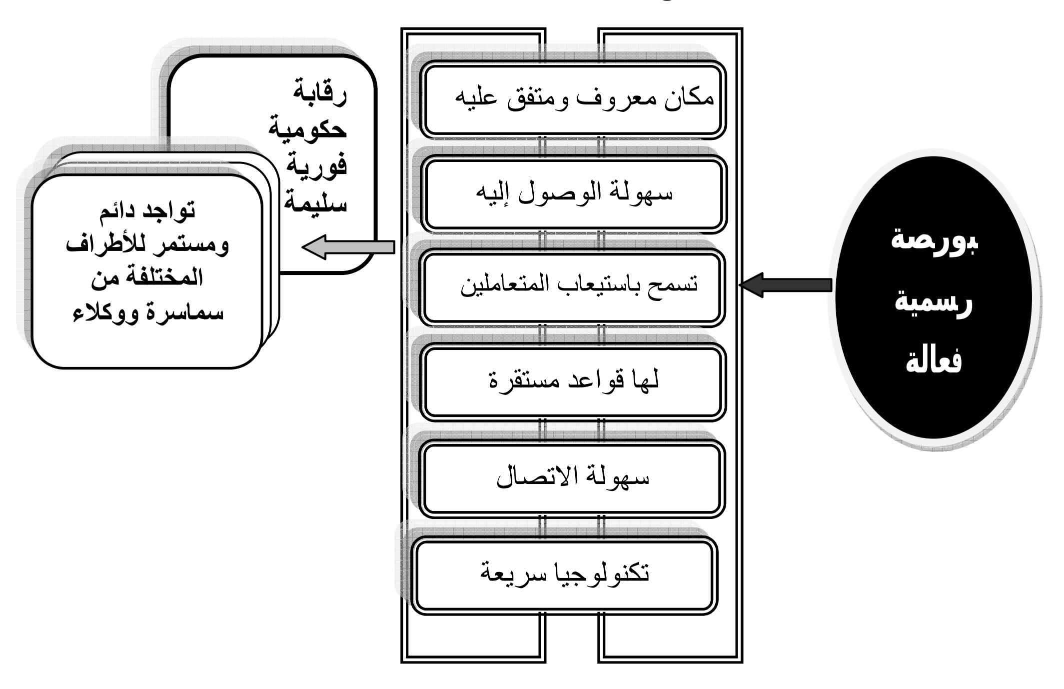
"اشتر الأسهم عند اقترا ا من القمة،
وليس بعد هبوطها عنها"
وليام ج. أونيل

أولاً ـ مواصفات بورصة الأوراق المالية

أدى تطور التعامل في البورصات إلى ضرورة توافر قدر مناسب من الخصائص التي تجعل من عمل البورصة أداة حقيقية وفعالة لإتمام المعاملات...... ويمكن لنا معرفة هذه المواصفات من خلال الشكل التالي[1]:

١- د. محسن أحمد الخضيري، مرجع سبق ذكره، ص١٣ـ١٥

شكل يوضح: مواصفات البورصة الرسمية



حيث تتميز البورصات الفعالة بكثرة عدد المتعاملين فيها من بائعين ومشترين ومعرفتهم شبه الكاملة بما يجري فيها من معاملات وتعاملات، ولكل منهم الحرية الكاملة في الدخول بائعاً أو مشترياً، والتعاملات فيها علنية ومعلنة ومسجلة.

فالبورصة حتى تصبح فعالة وفاعلة يتعين أن يكون لها مكان معروف ومتفق عليه ومعلوم من كافة المتعاملين والراغبين في التعامل..... وأن يكون من السهل الوصول إليه بكافة وسائل المواصلات العامة والخاصة، أي لا يوجد موانع طبيعية أو صناعية تحول دون الوصول إليه[1]..... كما يتعين أن تكون مساحة مبنى البورصة متسعة وواسعة، تسمح بأن تتسع لتشمل معاملات كل من المقصورة ومكاتب السمسرة الدائمين،

١- يُعد عدم وجود أماكن مناسبة وكافية لانتظار السيارات من أهم عوائق تنشيط المعاملات في البورصات.... ومن ثم تحرص الدول والحكومات على توفير الكراجات متعددة الطوابق وعلى توفير ساحات مناسبة لهذا الانتظار حتى يتمكن المتعاملون من الحضور أو مندوبيهم من متابعة المعاملات المختلفة في البورصات.

وأمـاكـن انتظـار وغـرف مراقبـة منـدوبي الصـحف ووكـالات الأنبـاء، وكافيتريـا ومكاتب إدارية لإدارة البورصة ولمندوبي الدولـة (الحكومـة)..... وحتـى تصبح البورصـة أيضاً فعالة يجب أن يكون لها قواعد مستقرة للتعامل فيها وداخلها وبشـكل معروف ومحترم وملتزم به من قبل الجميع، ويتعين أن تكـون البورصـة أيضـاً مجهـزة مـن حيـث أجهـزة العـرض والاتصـال والتسـجيل ونظـم المعلومـات..... وعـادة مـا تقـوم البورصـات بإصدار نشرات وتقارير عن حركـة التعامل وعـن الشـركات المتعاملـة والمسـجلة فيها، كمـا تقـوم أيضـاً أجهـزة البحـوث فيهـا ببعض الدراسـات حـول تطوير وتنميـة البورصـة وتوسيع نطاق سوق المال.

ومـن ثـم تحتـاج البورصـات إلى تـوافر أداة رقابـة سـواء داخليـة أو خارجيـة حتـى لا تنحـرف عـن أداء رسـالتها أو يُسـاء اسـتخدامها بشـكل كـبير....... ومـن هنـا تكـون هناك رقابة حكومية توفر متابعـة عـن قـرب وفوريـة وسـليمة للتعامـل الـذي يتم داخـل البورصة، وتهيئ المجال للتدخل السـريع الحاسـم لتصحيح أيـة معـاملات غير سـليمة أو لحمايـة السـوق والمتعـاملين مـن أيـة أخطـار وتوقيـع الجـزاء أو العقـاب الفـوري علـى مـن يخالف اللوائح والتعليمات والقوانين أو ينحـرف بالمعـاملات، أو أن يقـوم بمـا مـن شـأنه أن يؤثر سـلباً علـى الاقتصـاد أو يعرّضـه لكارثـة أو يخـل بالاسـتقرار القـائم، ومـن ثـم تكتسب البورصة فاعليتهـا مـن نمـو وازديـاد حجـم التـداول فيهـا وتنـوع وتعـدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة وهـو مـا يعنيـه ازديـاد عـدد الشـركات المسـجلة في البورصـة المالية وازدياد عدد المتعاملين فيها. وازدياد عدد المعاملات التي تتم عن طريقهـا..... وفي الوقت ذاته فـإن اتجـاه أسـعار أسـهمها إلى الارتفـاع وبشـكل متواتر مسـتقر يـدفع إلى الإحساس بالاطمئنان وعدم الخوف والشعور بالأمان المستقبلي للتعامـل فيهـا، فـالنمو الخـاص بالبورصـة يتصـف بأنـه نمـو متـوازن، والاسـتقرار في معاملاتهـا اسـتقرار متنـامي، وهـو أمـر ضـروري لتحقيـق وعـي وإدراك لـدى جمـاهير المتعـاملين بأهميـة وضـرورة الاسـتثمار في الأوراق الماليـة وإجـراء المعـاملات بشـكل حيـوي فعـال في البورصة من أجل تنمية حقيقية ومستمرة في الثروة.

وقد أدى هذا كله إلى تطور وتنوع البورصات وإلى ازدياد دورها وأهميتها في الاقتصاد القومي، وإلى حرص النظم المختلفة على إنشائها وتنمية الدور الذي تقوم به وزيادة فاعلية وقوة وتأثير هذا الدور.

ثانياً ـ مرتكزات بورصة الأوراق المالية ومسؤولياتها[١]:

تقوم بورصة الأوراق المالية على المرتكزات الأساسية التالية[٢]:

ـوجود إطار تنظيمي واضح يحدد القواعد التنظيمية التي تحدد سلطات ومسؤوليات القائمين عليها.

ـ تنظيم مهنة الوساطة فيها والرقابة عليها وذلك لتحديد اختصاصات الوسطاء وضمان قيامهم بدورهم في خدمة المتعاملين على أفضل وجه، وذلك من خلال وضع الضوابط التالية:

- معايير يتم التعارف عليها لمزاولة مهنة الوساطة.
- ميثاق الآداب وشرف مهنة الوساطة.
- تشكيل اتحاد لمهنة الوساطة ينظم أدائها ويراقب أعمالها.
- كفاية التشريعات والالتزام بتطبيقها بما يضمن القيام بتقديم خدماتها بشكل فعّال دون لبس أو غموض.
- الرقابة الفعّالة من قبل الأجهزة الفنية المختصة للتحقق من الوجود الفعلي للشركات، وتسهيل عمليات التبادل ونقل الملكية والرقابة على مدى التزام السماسرة بتنفيذ واجباتهم وفقاً لمسؤولياتهم والرقابة على مدى قيام مراقب الحسابات بدوره بعناية، والتأكد من الإفصاح عن الأسعار وحركة التداول اليومي والرقابة على تطبيق اللوائح والتشريعات القائمة.

١- د. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل، الطبعة الأولى، ٢٠٠٨، ص٤٦-٤٧.

٢ - المنذر سليمان، الفرص الضائعة في مسار التكامل الاقتصادي والتنمية العربية، مدبولي، الطبعة الأولي، ١٩٩٥، ص٣٤.

- تعدد أدوات الاستثمار والعمل بنظام المزاد المكتوب عند التداول وتنظيم عمليات البيع طويل وقصير الأجل ووجود نظام واضح للمقاصة والتسويات وإنشاء شركات للمحافظة على استمرارية التعامل في الأوراق المالية من خلال ضمان تواجد عدد كبير من البائعين والمشترين.
- وجود نظام كفء وفعّال للمعلومات المحاسبية يظهر المراكز المالية الحقيقية للشركات المسجلة، والتي تعكس القيم الحقيقية لأسهمها وأصولها، وتوفير قواعد ومعايير واضحة للإفصاح عن تلك المعلومات مع الاستجابة التامة لها من قبل السوق، بما يضمن تحقيق التقارب بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية للأوراق المالية المتداولة.

• أما المسؤوليات المنوطة بها فهي تتمثل بالتالي[1]:

- توفير التمويل اللازم لطالبيه والاستثمار الملائم للباحثين عنه من خلال بيع وشراء الأوراق المالية.
- الجمع بين البائعين والمشترين، بهدف تسهيل انتقال الورقة فيما بينهما، والمساعدة في تحويل ملكيتها بأسرع ما يمكن.

ثالثاً ـ أنواع البورصات

هناك أنواع عديدة من البورصات تمارس نشاطها في الدول المختلفة، ويلاحظ أنه كلما كانت الدولة متقدمة كلما ازدادت وتنوعت البورصات العاملة فيها فالبورصات دليل واضح على حيوية وفاعلية المجتمع، ومقياس واضح لمدى نضج هذا المجتمع وتكامل صروحه، واتخاذه أوضاعاً تنموية حقيقية، فضلاً عن توافر أسباب استمراره متقدماً أو اتخاذه أوضاعاً عكسية.

إن تنوع وتعدد البورصات وامتداد نشاطها إلى مختلف مجالات الحياة الاقتصادية هو أمر طبيعي في المجتمعات الحرة التي تؤمن وتؤكد أن بناءها الديمقراطي سياسياً

١- سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، ص٦٧.

تدعمه ديمقراطية البورصة اقتصادياً، وإن مشاركة جميع الأفراد في التعامل مع الأوراق المالية في البورصات هو بمثابة مشاركة انتخابية لاختيار أفضل عناصر الاستثمار وتجنيب أقلها فاعلية، مثلها مثل الانتخابات السياسية التي يقوم فيها الفرد باختيار أفضل من يراه مناسباً من المرشحين لتمثيله، وبالتالي فإن تعدد وتنوع البورصات يعمل على ترشيد قوى الاستثمار، وزيادة جودة وقوة المشروعات والتي تؤدي إلى خسائر تستنزف وتأكل ربحيتها..... فالبورصات أداة إيقاظ وإفاقة واسترداد للوعي والإدراك واستنفار للهمم وشحذ المهارات..... ويتوقف هذا كله على مقدار تنوعها وتغلغلها في اقتصاد الدولة وامتدادها إلى كافة أنشطته و بالتالي أهم أنواعها[1]:

أولاً: من حيث المنتجات المتداولة في البورصة:

يمكن لنا التفرقة بين أنواع البورصات وفقاً لهذا الأساس وتقسم البورصات إلى ثلاث مجموعات رئيسية هي:

المجموعة الأولى: مجموعة البورصات التي تتداول فيها سلع معينة مثل بورصات السلع الزراعية [2] (قطن، قمح، بن، شاي، سكر، .... الخ) والسلع المعدنية

١- د. محسن أحمد الخضيري. مرجع سبق ذكره، ٢١- ٢٦.

٢- تجدر الإشارة إلى أن كلمة "بورصة" تعود إلى القرن الخامس عشر الميلادي حيث كان التجار القادمون من فلورنسا يجتمعون في فندق تملكه عائلة تسمى Van Der Bourse يقع في مدينة بريج البلجيكية والذي كان يؤمه التجار من كافة المناطق، وتطور التعامل فيه إلى أن التجار لم يصطحبوا معهم بضائعهم إلى الفندق، بل كانت تتم الارتباطات في شكل عقود وتعهدات ومن ثم استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين طرفي عملية المبادلة، وأتى لفظ Bourse ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملون معهم، أي كان يتم بشكل منتظم ودوري وذلك لإبرام الصفقات والعقود والاتفاق الحاضر أو الآجل عليها وبالطبع كانت هناك أماكن أخرى يجتمع فيها التجار قبل هذا التاريخ ولم تكن قد سميت بورصات بعد، فعلى سبيل المثال كان الفراعنة في مصر يسمحون للتجار بعرض بضائعهم والاتفاق عليها وتحديد أسعارها لدى "عزيز مصر" حيث يجتمع كل التجار لديه وتتم الصفقات معه، كما عرف التجار العرب نظام بورصات السلع من خلال شيخ بندر التجار

(النحـاس، الـذهب، الفضـة، المنغنيـز، الـبترول).... أو بورصـات سـلعية ذات طبيعـة خاصة مثل بورصات العقارات والأراضي والسيارات المستعملة.... الخ إلى كل مـا هـو مادي ملموس ويمكن التعامل معه.

المجموعة الثانية: **بورصات الخدمات** وهـي بورصات شـديدة التنـوع نظـراً لتعـدد المجالات التي يمكن استخدامها فيها، وأهمها السياحة والفنـادق وبورصات التأمين وبورصـات النقـل وتـأجير السـفن، وبورصـات عقـود التصـدير، وبورصـات تجـارة الديون........ الخ.

المجموعة الثالثة: **بورصات الأفكار**، وهـي أحدث أنـواع البورصات والـتي تتعلق بعـرض وبيـع حقـوق الاخـتراع وحقـوق المعرفـة والعلامـات التجاريـة، وصـفقات نظـم المعلومات........ الخ.

وهي بذلك قد شملت كافة أنواع النشـاط الاقتصـادي الـذي يمارسـه البشـر، بـل إن البورصات في تطورها وارتقائها فتحت الباب واسـعاً أمـام إدخـال أنشـطة اقتصـادية جديدة لم تكن معروفة من قبل، ولم يكن أحد مـن الأفـراد يمارسـها.... وفي الوقت ذاتـه فإنهـا تسـاعد علـى زيـادة أهميـة الوظـائف الإداريـة والاقتصـادية الـتي يقـوم بهـا الأفراد في هذه الوظائف والأنشطة، واسـتقلالها تبعـاً لازديـاد حجـم ونمـو أهميـة كـل وظيفـة، فضـلاً عـن تقويـة وتعزيـز عمليـات التخصـص وتقسـيم العمـل الـذي يـؤدي إلى زيادة المهارة والقدرة الإنتاجية الإبداعية للمشروعات ولممارسي العمل الوظيفي فيها.

ثانياً: من حيث المدى الزمني:

وفقاً لهذا المعيار يتم تصنيف البورصات إلى نوعين أساسيين هما:

وتمويلها والاتفاق الآجل عليها.... الخ. إلا أن نشأة البورصة المتخصصة قد جاءت متأخرة على النحو التالي:

في فلورنسا آخر القرن الرابع عشر، وفي مدينة ليون عام ١٤٥٩، وفي فرانكفورت وبرشلونة في القرن الخامس عشر، وفي أمستردام عام ١٦٠٨، وفي بال عام ١٦٨٣، وفي لندن عام ١٦، وفي فيينا عام ١٧٦٢، وفي نيويورك عام ١٧٩٢، وفي بروكسل عام ١٨٠١، وفي ميلانو، وفي روما عام ١٨٢٢، وفي مدريد عام ١٨٣١، وفي جنيف عام ١٨٥٠.

- **بورصات منتجات حاضرة**: يتم التعاقد عليها واستلامها وتسليمها ويُقبض ثمنها فوراً.
- **بورصات عقود آجلة**: يتم الاتفاق عليها دون تسليم أو استلام لا للمنتجات أو الأثمان، بل تتم مضاربة على السعر فقط.

ثالثاً: من حيث التعامل الجغرافي:

وفقاً لهذا الأساس يتم تقسيم البورصات إلى نوعين أساسيين هما:

- بورصات تعمل فقط على **المستوى المحلي**........ ولا تمتد معاملاتها دولياً وهي تتواجد عادة في الاقتصاديات المتخلفة، وهي عادة بورصات محدودة النشاط للغاية.
- بورصات تعمل على **المستوى الدولي**....... وتمتد معاملاتها إلى المعاملات الدولية المختلفة وهي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم.

رابعاً: من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي والتمثيل الحكومي فيها:

حيث يمكن تصنيف البورصات وفقاً لهذا الأساس إلى نوعين هما:

- **بورصات** رسمية: منشأة وفقاً للقوانين والقواعد، وتمارس فيها المعاملات في إطار القواعد والنظم، ويتواجد ممثل للحكومة يراقب ويتابع هذه المعاملات ويتدخل في الوقت المناسب لمنع المخاطر التي قد تكتنف هذه المعاملات ويحافظ على الاستقرار.
- **بورصات غير رسمية**..... تعمل بشكل غير رسمي وفي ضوء قواعد خاصة بها ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل فيها أي من جهاتها الرسمية، وبالتالي فإنها تتضمن مخاطر حتمية " بورصة سوق المناخ في الكويت مثلاً".

الفصل الرابع

مستويات كفاءة بورصة الأوراق المالية

المبحث الأول

سمات وكفاءة بورصة الأوراق المالية

"لقد اكتشفت أن كلما ثابرت عملي،
حالف ا ظ أكثر"

توماس جيفرسون

وحتى تقوم بورصة الأوراق المالية بهذه المهام الحيوية ينبغي عليها أن تمتاز بالخصائص التالية[1]:

- توزيع الإدخارات والفوائض النقدية(كفاءة تخصيص الموارد) بين الفرص الاستثمارية والأنشطة الاقتصادية المتاحة بكفاءة تخصصية عالية، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى ضمان النمو المتوازن بين كافة القطاعات الاقتصادية العاملة في المجتمع وبالتالي الاستحواذ على رضى كلّ من المدخر والمستثمر في وقت واحد، وفي المحصلة الوصول إلى الأسعار التوازنية.
- تشغيل عمليات البيع والشراء بأقل قدر ممكن من تكاليف الوساطة وتكاليف تحويل ونقل الملكية (كفاءة التشغيل)، بما يضمن الانتقال

١- سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ٦٧.

السريع للأموال بين المدخرين والمستثمرين أو العكس، ومن ثم زيادة معدل الدوران وضمان عائد مجدي لكل من البائع والمشتري دون مبالغة وبالتالي تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد.

- إمكانية تحويل واسترجاع الأموال والموارد(كفاءة السيولة) من وإلى النقدية في أي وقت يريده المستثمر بأكبر قدر من العوائد وبأقل قدر من الخسائر وبالتالي تكون الأسعار حقيقية ومعبرة إلى حد ما عن المعلومات المتاحة.
- توفير المعلومات التاريخية والاستجابة السريعة لأية أحداث جديدة (كفاءة السوق) خاصة فيما يتعلق منها بأسعار البيع، وحجم وحركة التداول، وبالتالي ضمان أن لا يستطع أي شخص أن يحقق أرباحاً غير عادية.

كفاءة سوق الأوراق المالية Market Efficiency

لقد أثار موضوع كفاءة السوق اهتمام الكثير من المهتمين في مجال الاستثمار على المستوى النظري، وظهرت بسبب ذلك الكثير من الدراسات تحدد الشروط الواجب توافرها في السوق لكي تتسم بنوع من الكفاءة **وهذا مرهون بتوفر مجموعة من الشروط من أهمها:**

١. أن تسود السوق المالية حالة من المنافسة الكاملة، وهذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من البائعين والمشترين وتتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.

٢. أن توفر السوق المالية خاصية السيولة **Liquidity** للأوراق المالية المتداولة فيها، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق.

وبتوفير خاصية السيولة تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية، بالكلفة المناسبة والوقت المناسب وبالسرعة المناسبة.

١. أن تتوفر للسوق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة وقوية وطازجة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل.

٢. توفر عنصر الشفافية **Transparency** وبقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات **Insiders**.

٣. توفير التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعة متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفر النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

٤. كما يشترط أن تكون للسوق المالية والمتعاملين فيها هيئة مشرفة **تعرف بهيئة إدارة السوق**، ولكي تتوفر في هذه الهيئة صفة الفاعلية يشترط فيها أن تكون محايدة أولاً ومكونة من أفراد ذوي خبرة ثانياً.

وعلى ضوء هذه الشروط تتحدد كفاءة السوق المالية، ولهذا يقال عن هذه السوق أنها **سوق كفء Efficiency Market**.

ولاسيما وأن **السوق الكفء (Efficient Market)** هو:"ذلك السوق الذي يتم فيه تقييم الأسهم العادية بشكل عادل في ضوء المعلومات المتاحة"[١]،أو " هو السوق الذي تعكس فيه أسعار الورقة المالية كافة المعلومات المتاحة"[٢]، أو هو السوق الذي يكون فيه أفضل توقع لقيمة السهم ممثلاً في السعر الحالي"[٣]، أو هو السوق

---

[1] Rees، Bill، " Financial Analysis"، Prentice- Hall N.Y.، 1990، PP 25-35-236.

[2] Jenser، Michael، "Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency"، Journal of financial Economics، June، 1978، p. 96.

[3] Levy، Haim and Marshall، s.، "Portfolio and Investment Selections Theory and Practice- Hall، INC.، N. J.، 1984، P.60.

الذي يكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الاستثمارات فيه مساوية لقيمتها الحقيقية "[1]، أو هو السوق الذي تتغير فيه الأسعار بطريقة عشوائية، أي إن التغيير الذي يحدث على الأسعار اليوم لا يرتبط بما حدث من تغير في الماضي"[2]، أو" هو السوق الذي تعكس فيه أسعار الورقة المالية جميع المعلومات المتاحة التي تتعلق بالأحداث الماضية والجارية بشكل كامل"[3]، أو"هو السوق الذي تعكس أسعار الاستثمارات فيه جميع المعلومات التي تصل إلى المستثمرين خلال فترة زمنية معينة بينما يكون السوق غير كفء حينما يلاحظ المستثمرون بأن هناك فرقاً بين القيمة الحقيقية للاستثمارات وسعرها الحالي في السوق"[4].

فالسوق الكفء إذن هو السوق العادل الذي تعكس أسعار البيع فيه كافة المعلومات التاريخية أو الحالية أو المستقبلية المتاحة، أي هو السوق الذي يشعر الجميع فيه بأنهم أمام مباراة عادلة(**Fair Game**) لا ظلم فيها ولا تحيز لاسيما وأن السوق الكفء تعدّ المقياس الحقيقي للقيمة فمن غيرها لا يمكن ضمان التخصيص الأمثل للموارد والتشغيل الكفء لعمليات البيع والانتقال الكفء للأموال ممن يملكونها إلى من هم بحاجة إليها بعدالة ودون أدنى إجحاف أو غبن أي إن الأسعار عند أي مستوى تكون متساوية أو قريبة من الأسعار الحقيقية[5].

---

[1] **Belkeoui، A.، " Accounting Theory"، Harcourt Brace Jovanovich، Inc.، N.Y.، 1987، P. 50.**

[2] **Haugen، A. Robert، "Modern Investments Theory" Prentice-Hall، N. J.، 1990، P.604.**

[3] **Fama، E.، "Efficient Capital Market Review of Theory and Empirical Work"، The Journal of Finance، No. 2، May، 1970، pp. 383-386.**

[4] **Beaver، William H.، " Market Efficiency"، The Accounting Review، January، 1981، pp. 24-25.**

٥- د. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ٤٩.

ويمكن تعريف السوق الكفء **Efficient Market** كالآتي[1]:

السوق الكفء هو ذلك السوق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات.

ماذا تحقق السوق الكفء ؟:

تخلق السوق الكفء المنافسة بين المستثمرين، فالكثير من الأفراد يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، لذلك تتم الدراسة بالنسبة لسهم معين ما حدث للسهم في الماضي فيما يتعلق بسعر السهم وتوزيعاته، حيث تتم دراسة ما يحتمل أن تكون عليه ربحية الشركة، ومديونياتها، والضرائب التي تدفعها، ونوع النشاط الذي تمارسه، والاستثمارات المخطط تنفيذها، ودرجة حساسية تلك مع التغيرات في الظروف الاقتصادية.

يتطلب الأمر معرفة الدافع، فإذا أمكنك معرفة بعض المعلومات عن شركة معينة وعن الشركات الأخرى داخل المنطقة فإنه يمكنك الاستفادة من هذه المعلومات في اتخاذ قرارات بالاستثمار في أسهم الشركة، إذا كان لديك معلومات طيبة عن هذه الشركة، أو بيع تلك الأسهم إذا كانت المعلومات المتوافرة لديك سيئة، ومن المنطقي أنه يترتب على تجميع وتحليل المعلومات المتوافرة أن الأسهم المسعرة بسعر أقل من حقيقتها ستقل تدريجياً بسبب المنافسة بين المستثمرين مما يؤدي إلى اتجاه السوق نحو الكفاءة، هذا يعني أن جودة المعلومات التي يتم جمعها وحداثتها وتحليلها تؤدي إلى اتجاه السوق نحو التوازن.

في حين **تعتبر السوق غير كفء** عندما تنحرف القيمة السوقية للسهم عن القيمة الحقيقية له وتنخفض الكفاءة كلما زاد الانحراف بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم.

١- الدكتور محمد صالح الحناوي، والدكتور عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية" البورصة والبنوك التجارية"،الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٠، كلية التجارة – جامعة الإسكندرية،٥٣.

مما يتضح أن السوق الكفء يوفر للشركة عندما تبيع أسهمها أن تحصل على السعر العادل حيث يعكس هذا السعر المعلومات عن الشركة.

أما في ظل السوق غير الكفء، فإن القيمة السوقية للورقة المالية لا تعكس القيمة الحقيقية للورقة بسبب ضعف وعدم شمولية المعلومات المتاحة.

وبتركيز شديد **فإن أهم المعلومات التي تحتاجها أطراف ووحدات الاستثمار في سوق الأوراق المالية:**

١. أسعار وعوائد أوراق الدين.

٢. أسعار الأسهم وعوائدها المتحققة من خلال التوزيعات.

٣. معلومات عن مصدري الأوراق المالية.

٤. بيانات اقتصادية كلية والوضع المالي بشكل عام.

٥. بيانات عن الحسابات القومية (الناتج المحلي، عرض النقود، الاستخدام والتضخم، ..... الخ).

وعلى هذا الأساس، تنعكس المعلومات بصورة كاملة وسريعة في الأسعار السوقية داخل السوق الكفء. ولكن ما هي هذه المعلومات؟

من التعاريف الشائعة للمعلومات ما يلي:

شكل الكفاءة	مجموعة المعلومات التي تنعكس في أسعار الوراق المالية
ضعيفة	الأسعار السابقة للأوراق المالية.
شبه مرتفعة(متوسطة)	كل المعلومات العامة المتوافرة.
مرتفعة	كل المعلومات العامة والخاصة.

مستويات كفاءة بورصة الأوراق المالية:

ومن دراسة تطبيقية نشرها البروفسور **(Fama)** عام ١٩٦٥ حيث حدد خلالها **ثلاثة مستويات لكفاءة بورصة الأوراق المالية** تتدرج في الواقع العملي وفقاً لتدرج مستويات المعلومات الواردة للبورصة كالتالي[1]:

---

[1] **Hauger A.R.، Op. Cit.، p605 .**

ـ ـ السوق الكفء بدرجة ضعيف(Weak Form):

وهي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية المتاحة كأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال الشركات التي تعود إليها تلك الأوراق، ولا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب مستثمر أخر نتيجة لعدم معرفته وتماثل وجودها معه، ويمكن تحديد هذه الأسواق من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من السعر الحقيقية أو مدى عشوائية نسبة التغير في الأسعار، وذلك باستخدام الاختيارات الإحصائية المتمثلة في اختبار الارتباط التسلسلي (**Serial Correlation**) أو اختبارات الإرشادات (**Sings Test**) أو باستخدام قواعد المتاجرة في الأسهم (**Filter Rules**).

ـ ـ السوق الكفء بدرجة نصف قوي(Semi Strong Form):

هي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية المتاحة كأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال الشركات المصدرة ولا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب الآخرين نتيجة لعدم معرفتهم وتماثل وجودها معهم، ويمكن تحديد هذه الأسواق من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من السعر الحقيقية ، أو مدى سرعة استجابة الأسعار للأحداث الجديدة وذلك باستخدام أسلوب تحليل السلاسل الزمنية أو التحليل القطاعي أو باستخدام قياس الأرباح غير العادية (**Abnormal Performance Index**) [1].

ـ ـ السوق الكفء بدرجة قوي (Strong Form):

هي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة، ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لاحتكاره لهذه المعلومات وعدم تماثل وجوده، وحينما يفترض أن يتعادل الطلب

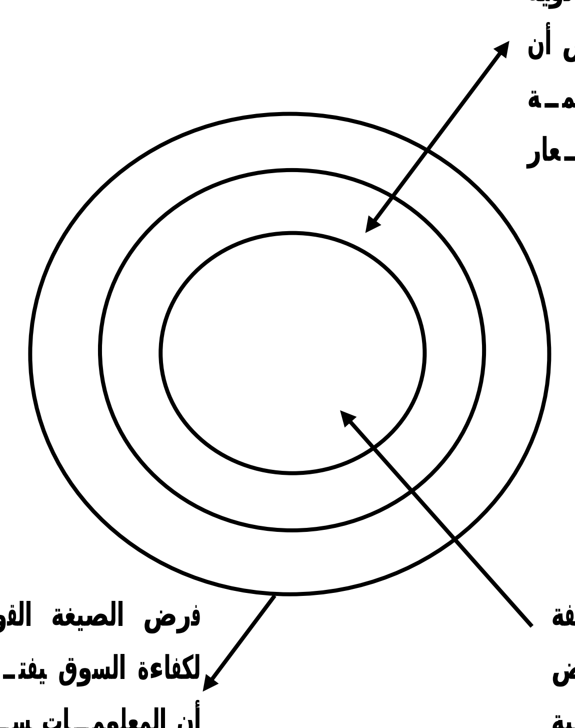
١- عبد المنعم أحمد محمد المنسي، دراسة اختباريه لكفاءة سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، ١٩٩٧.

مع العرض وبالتالي يتحقق التوازن بمعناه الاقتصادي، إلا أنه ونضراً لاستحالة انتشار المعلومات المستقبلية بين الجميع فقد تستحوذ عليها فئة قليلة دون أخرى لذلك فإنه من المستحيل تواجد مثل هذه الأسواق في الواقع العلمي، ويمكن تحديد الأسواق غير الكفؤة من هذا النوع من خلال مدى قرب الأسعار السوقية، من الأسعار الحقيقية أو مراقبة تصرفات المتنفذين أو العارفين ببواطن الأمور في السوق المالي من أقارب وكبار الموظفين.

يمكن إظهار المستويات الثلاثة لكفاءة السوق في الشكل رقم (١) الآتي[1]، ومن الشكل يظهر أن الفروض الثلاثة حول كفاءة الأسعار تتداخل (**Overlap**) إلا أنها تظهر مختلفة في درجة الكفاءة (**Degree of market Efficiency**) ونظرتنا حول كفاءة السوق تبدأ من الفرض الضعيف وتنتهي بأحداث الفرض القوي وكما يظهر في الشكل (١).

١- د. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى ٢٠٠١، ص١٢٨.

شكل رقم (١) المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم



ومن ذلك يتضح بأن الأسواق سواء كانت من درجة ضعيف أو درجة نصف قوي أو درجة قوي فهي جميعها أسواق كفؤة إلا أن درجة كفاءتها تختلف باختلاف درجة المعلومات المتاحة والملائمة التي تعكسها.

الخصائص التنظيمية للسوق المالية:

حتى تصل السوق المالية إلى مستوى معقول من الكفاءة التشغيلية لا بد من توفر عدد من الخصائص التنظيمية تعد الأساس في تحقيق تلك الكفاءة، من هذه الخصائص:

١. وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التداول ويمثلون شركات الوساطة والمصارف والمؤسسات الأخرى التي يسمح لها النظام بالمساهمة في عضوية البورصة.

٢. وجود لجنة إدارية تصنع أنظمة السوق المالية وتشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها باستمرار وتراقب عمليات التداول عن كثب.

٣. وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للمنشأة على لائحة السوق المالية ولاستمرارية وإيقاف هذا الإدراج.

٤. وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض التي تشمل جميع الأسهم المدرجة.

٥. وجود طريقة للتداول تتم من خلالها تنفيذ أوامر وتحديد أسعار الصفقات بسرعة، وهناك طريقتان متبعتان في العادة هما: طريقة المزايدة وطريقة المفاوضة ويتم تحديد سعر التبادل حسب الطريقة الأولى بمطابقة أعلى سعر طلب مع أدنى سعر عرض، أما الطريقة الثانية فإن سعر التبادل يتم تحديده بالتفاوض بين وكلاء الأسهم.

٦. وجود صانعي الأسواق **Market Marker** مثل المتخصصين والمتاجرين الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقاً مستمرة ونشيطة في الأسهم.

٧. أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول عند بروز أية فرصة للربح من خلال البيع والشراء مهما كانت صغيرة.

٨. سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق.

٩. أن يخضع تداول الأشخاص من الداخل (**Insiders Tiding**) لأنظمة ومتطلبات إفصاح محددة وأن يتم مراقبة متاجرة هؤلاء بالأوراق المالية للمنشآت التي يعملون فيها للتأكد من عدم استغلالهم لمعلومات متاحة لهم فقط بحكم وظائفهم لتحقيق الأرباح السريعة ويجب إعلام باقي المستثمرين بنشاطات تداول الأشخاص من الداخل بنشرها في الجرائد اليومية.

أنواع كفاءة السوق المالية:

يمكن أن نميز بين نوعين من الكفاءة هما:

١. الكفاءة الكاملة **Perfect Efficient Market**.

٢. الكفاءة الاقتصادية **Economically Efficient Market**.

<u>السوق ذات الكفاءة الكاملة (التامة):</u>

والكفاءة التامة **Perfect Efficient market** هي تلك التي ينعدم فيها الفاصل الزمني ما بين تلقي المعلومات الجديدة والاستجابة السعرية للأصول المتداولة، وتحقق ذلك يستدعي شروطاً معينة:

١. وفرة المعلومات وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر أو ما يطلق عليه الكفاءة المعلوماتية **Informational efficient** وبذلك ستصبح توقعات المستثمرين متجانسة استناداً لتجانس معلوماتهم.

٢. انعدام القيود على التعاملات، مثل تكاليف المعاملات أو الضريبة **Tax** وعدم وجود قيود كمية للمعاملة (الأوامر) (كسرية أو دورية) مع حرية الدخول أو الخروج للمستثمرين.

٣. العدد الكبير من المستثمرين والبائعين بحيث تمنع هذه الكثرة أي من المستثمرين الاستئثار أو الهيمنة لأحدهم على السوق، ويصبح المستثمرون أقرب إلى متلقي سعر **Price Taker**.

٤. الرشادة في القرارات الاستثمارية التي تستهدف تعظيم المنفعة من وراء الاستثمار.

ونظراً لصعوبة تحقيق هذه الشروط دفعة واحدة، حيث توجد تكاليف وضرائب تمارس دورها في البورصات، فضلاً عن وجود المحظيين **Insider** (بمعلوماتهم) خاصة مع وجود مؤسسات مالية وسيطة لها قدرة استثمارية كبيرة وإمكانية واسعة في الحصول على المعلومات وتحليلها والتأثير في أسعار الورقة المالية بواسطة صفقاتهم الواسعة.

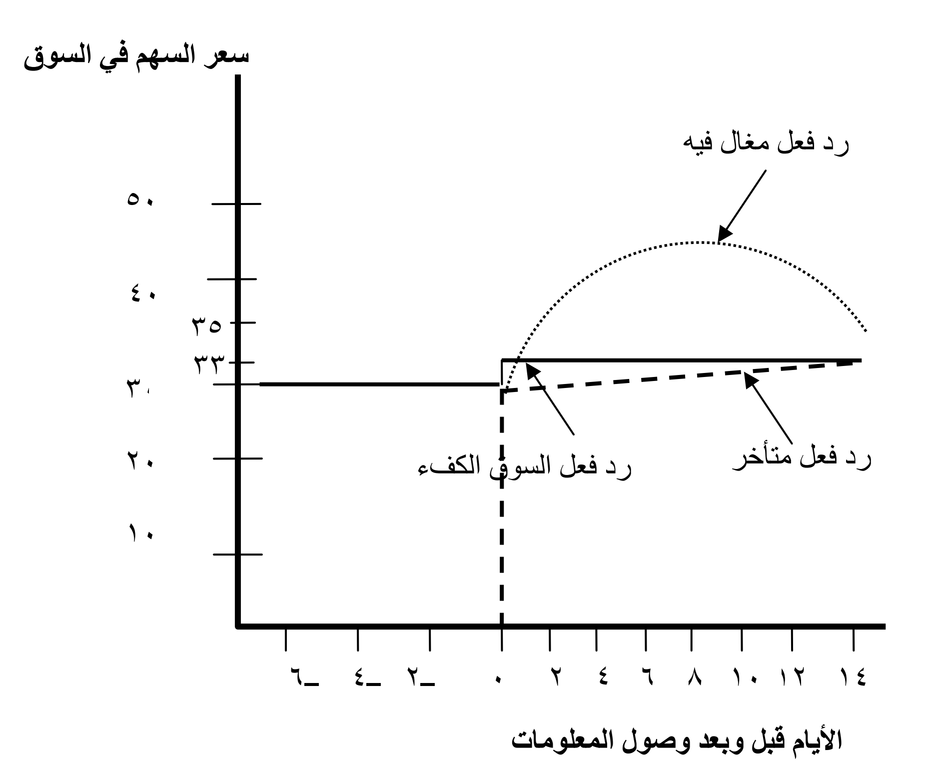
لذلك فإن الكفاءة التامة (الكاملة) لا تتحقق وعندها يمكن قبول الكفاءة الاقتصادية **Economically Efficient Market**.

السوق ذات الكفاءة الاقتصادية:

في ظل السوق ذات الكفاءة الاقتصادية يتوقع أن يكون هناك فاصل زمني ما بين توفر المعلومات والتقويم للأوراق المالية واحتمالية حدوث انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع.

ومن أجل توضيح العلاقة بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية للسوق وحركة التغير التي تحصل في الأسعار (**Haugen**).

يُظهِر شكل رقم (٢) حركة التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.



ويصور الشكل رقم (٢) أعلاه ثلاثة سيناريوهات (**Scenarios**) يمكن أن تحصل لتصور طريقة استجابة سعر السهم في السوق إلى المعلومة التي ترد إلى السوق يومياً.

يمثل المحور الأفقي الأيام قبل وبعد وصول المعلومات إلى السوق أما العمودي فإنه يبين سعر السهم في السوق.

ومن الشكل يظهر وصول معلومات سارة إلى السوق في اليوم (٠) وإن أثر هذه المعلومات السارة هو زيادة القيمة السوقية للسهم (سعر السهم) من (**30**) وحدة نقدية إلى (**33**) وحدة نقدية حيث يستجيب السهم للزيادة بسبب هذه المعلومات السارة وفي ضوء هذه الاستجابة تحدث السيناريوهات الثلاثة وكما يلي:

السيناريو الأول:

يصور الخط الداكن حين يظهر الطريقة التي يستجيب فيها السهم للمعلومات

في السوق ذات الكفاءة، وفي هذه الحالة هناك زيادة مباشرة في سعر السهم لتصل إلى (٣٣) وحدة نقدية في اليوم الذي وردت فيه المعلومات السارة إلى السوق والسبب في ذلك هو افتراض عدم وجود معلومات إضافية جديدة ترد إلى السوق لاحقاً.

السيناريو الثاني:

يعرضه الخط المتقطع، حيث يظهر طريقة استجابة سعر السهم في ظل السوق غير الكفء، فعند وصول معلومات سارة إلى السوق في يوم (٠) سيمر بعض الوقت حتى تسعى مكاتب السمسرة لتحليل المعلومات التي وصلت إلى السوق حول الأسهم والمنشآت المصدرة لها، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع طفيف في سعر السهم استجابة لهذه المعلومات السارة وبعد يوم أو أكثر فإن المحللين يصلون إلى استنتاجات تشير إلى أن القيمة السوقية للسهم هي أقل من قيمته الحقيقية، وبسبب هذه الحالة فإن جملة من قرارات الشراء للأسهم سوف تحصل مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم في السوق فترتفع أسعاره حتى تصل إلى القيمة الحقيقية والمحددة بـ (**33**) وحدة نقدية كما يظهر من الشكل.

السيناريو الثالث:

يعبر عنه المنحنى المنقط وفيه يظهر أن المستثمرين حصلوا على معلومات مغالٍ فيها حيث وصل سعر السهم إلى أعلى من قيمته الحقيقية أي أكثر من (**33**) وحدة نقدية، (لاحظ المنحنى من الشكل الذي يمثل رد فعل مغالٍ فيه) وعندما تحصل هذه الحالة في السوق فإن المستثمرين يستغلون هذه الحالة حيث تتم عمليات بيع كبيرة للأسهم وبسبب زيادة العرض سوف تنخفض القيمة السوقية للسهم حتى تصل إلى القيمة الحقيقية والبالغة (**33**) وحدة نقدية.

ـ ـ سيولة سوق الأوراق المالية:

فسيولة السوق لا بد وأن يكون لها تأثير مباشر في رفع أو تخفيض قيمة السهم في السوق، فالمستثمرون يفضلون تلك الأسهم التي تتسم بدرجة سيولة **Liquidity** عالية، ولا يترددون في دفع أسعار لها تفوق قيمتها الحقيقية، في حين يحصل العكس

ليكـون السـهم دون السـعر الحقيقـي إذا مـا اتسـمت سـوقه بدرجـة منخفضـة مـن السـيولة، لهـذا فـإن الكـثير مـن المراجـع العلميـة تعطـي لسـيولة السـوق دوراً مـؤثراً بشـكل مباشر في الأوراق المالية بشـكل عام والأسهم فيها بشـكل خاص.

لقـد حـددت سـيولة السـوق مـن خـلال ثـلاث سمـات هـي عمـق السـوق **Market depth** واتسـاع السـوق **Market Breadth** وسـرعة اسـتجابة السـوق **Market Resiliency** وفق التحديد الآتي:

١. **يكون السوق عميقاً**: إذا تم بيع وشراء الأسهم بأسعار تزيد أو تنخفض عـن القيمـة الجاريـة للسـهم في السـوق، وإذا لم تكـن السـوق عميقـة لتحقيق ذلك يمكن القول أن هذه السوق هي سوق ضحلة (**Shadow**).

٢. **سـعة السـوق**: والـتي تـرتبط بعمقـه فالسـوق تكـون ذات سـعة إذا تمـت أوامر بيع وشراء الأسـهم بكميـات، فالسـوق الـتي لا تتضـمن أوامـر بيـع وشراء بكميات يقال عنها أنها سوق محدودة.

٣. **تكون السوق ذات سـرعة في الاستجابة** إذا استجابت الأوامـر الجديـدة بشـكل مباشـر للـتغيرات في الأسـعار الناتجـة عـن الأوامـر المتقلبـة ولـذلك فإن حدوث أي خلل متوقع في العـرض والطلـب يمكـن معالجتـه بسـرعة مما يقلل من الخسائر الرأسمالية التي تتعرض لها الورقة المالية.

ـ ـ مقومات السوق الجيد:

ومن السمات التي تستند إلى السوق الجيد هـي:

١-سرعة المعلومات ودقتها:

عنـدما يتعامـل المسـتثمر في سـوق الأوراق الماليـة فإنـه يتوقـع أن يحصـل مـن تلـك السوق وبسرعة على كافة المعلومات وبدرجة من الدقة وعلى كـل مـا يـرتبط بنشـاط السـوق سـواء مـا يتعلـق بنـوع الأوراق المتداولـة أو حجـم ومقـدار الصـفقات فيهـا وأيضـاً أسـعارها، أضـافة إلى الظـروف المحيطـة بالسـوق والمـؤثرة في مقـدار العـرض والطلـب عليها.

٢-كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل:

كفاءة التسعير: يطلق على كفاءة التسعير **Price Efficiency** بالكفاءة الخارجية **External Efficiency** عند وصول المعلومات الجيدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير وهذا يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة وبذلك يكون التعامل في السوق مباراة عادلة وأما الأرباح غير العادية فترجع إلى إمكانية البعض في الحصول على المعلومات قبل غيره، وفي ظل السوق الكفء قلما تحدث مثل هذه الأرباح.

كفاءة التشغيل: يطلق على كفاءة التشغيل **Operational Efficiency** بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة **Brokerage** ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح **Bid market markers Asked Spread** فعال فيه، كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

٣- السيولة:

يقصد بسيولة السوق قدرة المتعامل في السوق أن يبيع أو يشتري الأوراق المالية بسرعة وبسعر يكون قريباً من سعر الأوراق المالية التي أبرمت آخر صفقة.

المبحث الثاني

المعلومات الملائمة للاستثمار في بورصة الأوراق المالية

"لا يوجد أكثر صعوبة، ولا أكثر قيمة

من القدرة على ا اذ القرار"

نابليون الأول

إذا كان القرن التاسع عشر قد حصر جل اهتمامه في تنمية مصادر الطاقة، فإن القرن العشرين لا سيما النصف الثاني منه سيبقى دوماً بالنسبة لتاريخ الاقتصاد هو قرن المعلومات [1]. وتمثل المعلومات عصب التعامل في بورصة الأوراق المالية.ولا يمكن للمستثمر إصدار القرار السليم في غيبة المعلومات السليمة عن الأوضاع والظروف المختلفة[2].

أما المعلومات الملائمة لاتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية، فهي قد تكون وصفية وتتمثل في الحقائق التاريخية وسلوكها الاقتصادي الحالي، والأدوات الاستثمارية المتاحة التي يعتمد عليها، للتنبؤ في المستقبل وقد تكون تحليلية تتمثل في البيانات والمعلومات الموضوعية المبنية على أسس علمية والتي يتمكن المستثمر بالاعتماد عليها من بناء توقعات رشيدة فيما يخص عوائد ومخاطر الاستثمارات الحالية والمستقبلية التي ينوي الدخول فيها والتعامل معها، وللسوق بالطبع دور هام في توصيلها إلى المستثمرين ويتجلى هذا الدور في إعداد وإصدار دليل الشركات

---

١ ـ د. محمد سامي الشوا، ثورة المعلومات وانعكاساتها على قانون العقوبات، دار النهضة العربية، ١٩٩٤، ص١٩.

٢- د. محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، ٢٠٠٧، ص ٢٣.

وبيان حركة الأسعار اليومية وحجم التداول والإفصاح وفحص وكذلك تقييم نتائج دراسات الجدوى الاقتصادية للشركات المنوي إنشائها وإصدار نشرة شهرية تتضمن نشاط حركة التداول للشركات المدرجة والتقرير السنوي العام للسوق والذي يتضمن معلومات مهمة عن الشركات المدرجة بالإضافة للدراسات الدورية عن ربحية هذه الشركات، وغيرها من المعلومات التفصيلية التي من شأنها أن تساعد المستثمر على اتخاذ قرار الشراء أو البيع.

وعلى هذا الأساس وخدمة لهذه الأهداف يمكن تقسيم المعلومات التي يحتاجها المستثمر إلى أصناف وأنواع وفقاً للمعايير التالية[1]:

من حيث توقيتها:

فهناك المعلومات التاريخية التي تتمثل في أسعار وأرباح الأسهم والنتائج المالية للشركات التي تعود إليها هذه الأوراق، وهي على الأغلب تخص فترات سابقة وتكون متاحة للمستثمرين جميعاً، وهناك المعلومات الحالية التي تتمثل في أسعار وأرباح الأسهم، والنتائج المالية للشركات التي تعود إليها هذه الأسهم لكنها تخص الفترة الحالية ولم يسبق وأن تم الإفصاح عنها، وتكون أيضاً متاحة لجميع المستثمرين والفارق الوحيد هنا يتجلى في التفاوت بين قدرات المستثمرين الذهنية في فهم هذه المعلومات وسرعة ترجمتها إلى قرارات فهذا سوف يكون له دور بارز في تعظيم نتائج التحليل مقارنة مع المعلومات التاريخية سالفة الذكر مع أهميتها، بالإضافة للمعلومات المستقبلية التي تتمثل في ما يتم الاطلاع عليه في الشركة من قبل فئة محددة من الناس بحكم المراكز أو درجة القرابة أو النفوذ أو المصلحة أو ما شابه ذلك من خلال المعرفة المسبقة بالسياسات والخطط والبرامج المستقبلية.

من حيث طبيعتها:

فهناك المعلومات الاقتصادية والاجتماعية والتي تتمثل في الأحداث الاقتصادية والسياسية والبيئية المحيطة في الاستثمار بشكل عام والمعلومات القطاعية التي تتمثل

١- سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ١٣١- ١٣٢.

في الأنشطة والمؤشرات المحددة داخل كل قطاع بشكل خاص والمعلومات التفصيلية والتي تتمثل في أسعار وأرباح وتوزيعات وحجم البيع وكمية التداول لكل ورقة مالية بشكل أكثر تحديداً.

ومن الجدير ذكره أنه بالإضافة لسوق المال والشركات المصدرة، فإن للمؤسسات العامة والخاصة كالصحافة والبنوك والجامعات وشركات الوساطة دوراً كبيراً ومهماً لا يمكن إغفاله في نشر هذه المعلومات الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى رفع سوية الوعي الاستثماري والمالي لدى جمهور المستثمرين.

الفصل الخامس

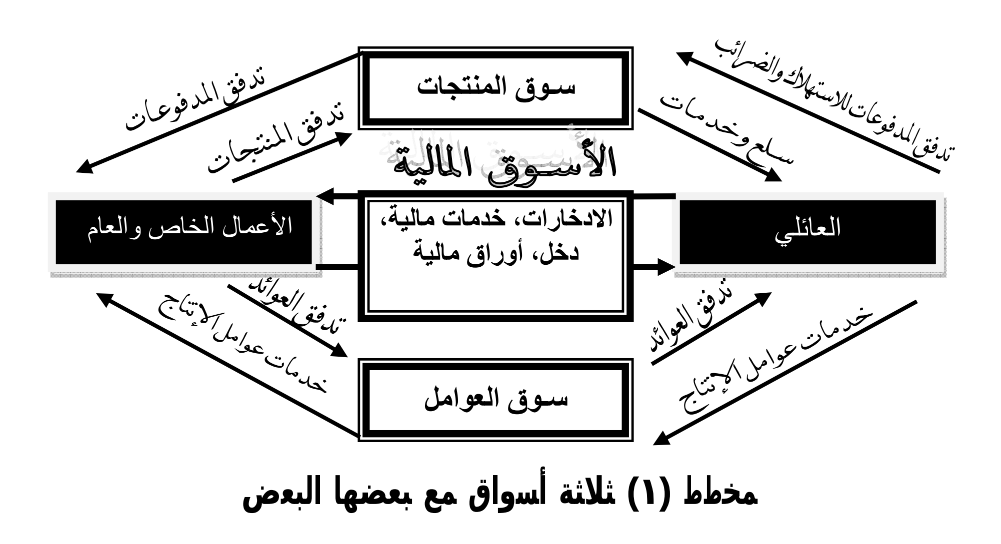
السوق المالية وتقسيماتها

وقبل تناول السوق المالية لا بد من الإشارة إلى بنية الأسواق في الاقتصاديات المعاصرة، إذ توجد ثلاثة أنواع من الأسواق:

١- أسواق عوامل الإنتاج Factors Markets.

٢- أسواق المنتجات Products Markets.

٣- **أسواق مالية Financial Markets.**



مخطط (١) ثلاثة أسواق مع بعضها البعض

حيث يتضح من هذا ما يلي:

تبيع الوحدات الاستهلاكية (قطاع عائلي) العمل والموارد الأخرى إلى وحدات الإنتاج في سوق العوامل، وتحصل على المكافأة المقابلة(الدخل)، وتستخدم هذا التدفق من العوائد لشراء السلع والخدمات في سوق المنتجات المعروضة من قبل وحدات الإنتاج.

هنالك جزء من الدخل المتدفق كعوائد لعوامل الإنتاج لا يستخدم للحصول على المنتجات، فمثلاً في الولايات المتحدة ذهب **(120)** مليار دولار عام **2001** كادخار خاص، كذلك فإن جزء من دخل منشآت الأعمال (وحدات الإنتاج) يذهب هو الآخر للاحتياطيات والاحتياجات المستقبلية.

والسوق المالي يقوم بأداء دور محوري في الاقتصاد المعاصر إذ يمثل قناة الربط المالية، ما بين الادخارات المتدفقة من العوامل والأعمال باتجاه متطلبات الإنفاق الجاري لأغراض الاستثمار والاستهلاك **(Investments & Consumption)**، وبذلك فإن السوق المالي **Financial Market** يمثل قلب النظام الاقتصادي **(System Economy)**، إذ يجذب ويخصص الادخارات من خلال مجموعة معدلات الفائدة وأسعار الأصول المالية (سندات، أسهم، .... الخ).

وينطبق مفهوم السوق على الأموال كما هو الحال بالنسبة للسلع من حيث كونه موقع لالتقاء تيار الطلب ممثلاً بوحدات العجز المالي وتيار العرض ممثلاً بوحدات الفائض المالي، ويهدف الالتقاء إلى الوصول إلى تحديد سعر توازني للأموال يحقق تعادل كمية الأموال المطلوبة مع الكمية المعروضة منها.

يعكس هذا المفهوم العام للسوق المالية Financial Market الجوانب الآتية:

- وجود موقع للالتقاء سواء كان ذلك جغرافياً (مصارف، بورصات منظمة، ... الخ)، أو غير جغرافي (شبكة الاتصالات، شاشات العرض، ..... الخ) ويتضمن هذا الجانب الأساسي القانوني لتياري الطلب والعرض.
- إن الأطراف المتلقية في هذا السوق هي:

- **وحدات العجز المالي [Deficit Units (D.U)]:**

وتمثل تيار الطلب على الأموال وتأخذ الأشكال (منشآت الأعمال، أفراد) ويتركز طلبها في عمليات استثمار جديدة، أو توسعات، وتعد منشآت الأعمال الأوسع طلباً للأموال بسبب طبيعتها الاستثمارية.

- **وحدات الفائض المالي [Surplus Units (S.U)]:**

وتمثل تيار عرض الأموال، وتأخذ الأشكال (أفراد، حكومة، منشآت الأعمال)، وهي وحدات ادخارية تحاول تعظيم عائد التضحية الذي مارسته من خلال تخليها عن الاستهلاك الحاضر وادخار جزء من دخلها، ويعد الأفراد الأكثر عرضاً للأموال.

فالسوق المالية موقع تمارس فيه المؤسسات المالية نشاطها من خلال تكييف التوازن ما بين وحدات الفائض ووحدات العجز.

أشكال أداء السوق المالية:

يتأثر السوق المالية بمؤسساته المختلفة وأدواته المتباينة بالتغيرات الحاصلة في النشاط الاقتصادي، كونه صلة الربط ما بين مختلف الوحدات الممثلة للاقتصاد القومي، لذلك تستجيب أشكال قيام السوق المالية بأداء وظيفتها لتطورات النشاط الاقتصادي، من زيادة طلب على الأموال، ومن تطورات تكنولوجية وتغير في البنية القانونية والاجتماعية، فضلاً عن طبيعة المنافسة داخل السوق نفسه وعلاقته بالأسواق الأخرى.

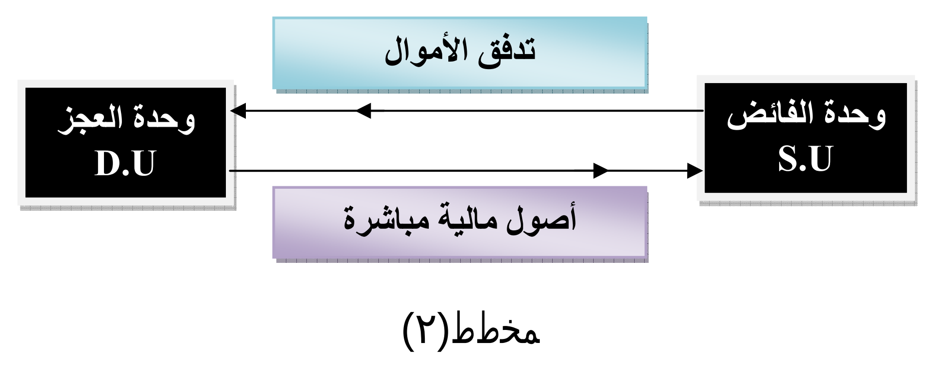
وسواء كانت طريقة التمويل في السوق المالية معقدة أو بسيطة فإنها تستهدف في النهاية تحويل الأرصدة من القادرين على الادخار والمستعدين للإقراض (S.U) باتجاه الراغبين بالاقتراض للاستثمار (D.U) لذلك تأخذ عملية التمويل في السوق المالية الأشكال الثلاثة الآتية:

١- التمويل المباشر Direct finance:

يجري التعامل مباشرة ما بين المقرضين **Lenders** (وحدات الادخار **Saving**

(**Units**) والمقترضين **Borrowers** (وحدات العجز **Deficit Units**) دون وساطة لطرف آخر، إذ يتحصل المقترض على موارد مالية مقابل إصدار أصول مالية مباشرة (أسهم وسندات، وثائق أخرى) لصالح المقرض.

وتدعى الالتزامات المالية في حالة التمويل المباشر بالأصول المالية المباشرة أو الأولية (**Primary Securities**) لأنها تنتقل من صاحب الالتزام (**D.U**) إلى صاحب الحق (**S.U**) وكما يوضحها المخطط (٢).



مخطط(٢)

يعد التمويل المباشر شكلاً بدائياً، لا ينسجم مع متطلبات التطور الاقتصادي، والحاجة المتنامية لعنصر رأس المال (**Capital**).

ومن أهم المعوقات لهذا الشكل لأداء السوق المالية هو:

- يجب تطابق رغبة وحدات العجز، ووحدات الفائض في تبادل الرصيد نفسه وفي الوقت نفسه.
- يجب على وحدة الفائض قبول أرصدة وحدة العجز بغض النظر عن طبيعة المخاطر التي تحيط بها في وقت الإقراض.
- على وحدة العجز إيجاد وحدة الفائض ذات التمويل المناسب لاحتياجها، وألا تطلب اللجوء إلى أكثر من وحدة فائض في الوقت نفسه.

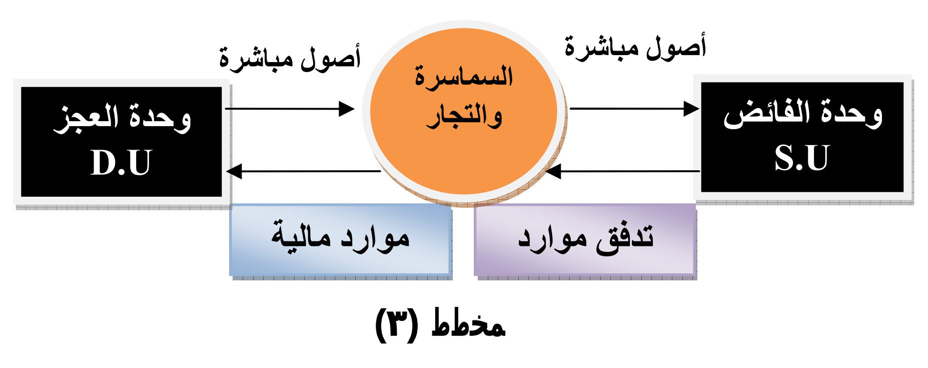
٢-التمويل شبه المباشر (Semi direct finance):

إذ ينشأ هذا النوع من خلال بروز بعض الوحدات (طبيعية، معنوية) لممارسة دور السماسرة (**Brokers**) والتجار (**Dealers**) للأصول المالية، والذين يؤثرون بشكل

واضح في عملية التقاء (D.U) و (S.U) وتشكيل السوق المالية.

وعلى الرغم من اختلاف دور السماسرة عن دور التجار في إطار تحمل التجار مخاطر لا يواجهها السماسرة، إلا أن كلاهما يمارس دوراً وسيطاً في عملية التقاء تيار الطلب وتيار العرض في السوق المالية.

ويمكن ملاحظة كيفية أداء السوق عبر شكل شبه المباشر لدوره من خلال المخطط(3) إذ يتوسط السماسرة والتجار انتقال الموارد المالية من وحدات الفائض (المقرض) وما يقابلها من أصول مباشرة (المقترض).



مخطط (٣)

يتضح من ذلك أن السوق المالي شبه المباشر يتميز عن سوق التمويل المباشر في وجود جهة وسيطة تشارك في انخفاض تكلفة المعلومات أو البحث عن التمويل للعارضين والطالبين على حد سواء، كذلك تساعد هذه الطريقة في تقليل أثر عدم التطابق بين رغبات وحدات العجز وإمكانية وحدات الفائض، فضلاً عن دور الوسيط (السمسار والتاجر) في استيعاب الأعداد المتناثرة من المدخرين.

إلا أن القيد المرتبط بهذا الشكل هو بقاء وحدة الفائض حائزة على أصول مالية مباشرة وما يترتب على ذلك من تحملها المخاطر.

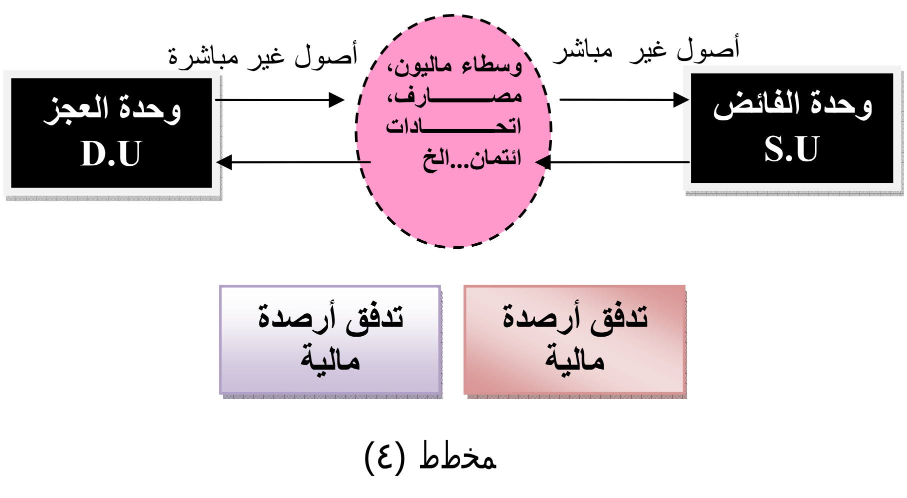
٣- التمويل غير المباشر:

حفز قيدا التمويل المباشر وشبه المباشر نشوء التمويل غير المباشر، ويعد البروز الواضح للمؤسسات المالية الوسيطة **Financial Intermediaries** وراء هذا الشكل

للسوق المالية، وقد يتجاوز دور الوساطة الموقع المحلي باتجاه دور وساطة عالمي. ويشمل مؤسسات اقتصادية مثل (شركات التأمين، الائتمان، شركات التمويل، المصارف التجارية، مصارف الادخار، الصناديق المشتركة، مؤسسات الادخار التعاقدي... الخ).

وتساعد هذه المؤسسات الوسيطة على التقاء مرن ما بين **D.U** و **S.U** يتجاوز مجرد التوسط (السمسار والتاجر) بل إصدار أصول مالية غير مباشرة **(Secondary Securities)** من قبلها لصالح وحدات الفائض وقبول الأصول المالية المباشرة **(Primary Securities)** من وحدات العجز.

وتشمل الأصول غير المباشرة أوراق تمويل مثل (الصكوك، وحسابات الادخار، وسياسات التأمين والضمان، وحصص الصناديق المشتركة وغيرها). وإن ما يميز هذه الأصول درجة سيولتها المرتفعة وقدرة حائزها على تداولها.



مخطط (٤)

حيث يلاحظ من خلال المخطط (٤) أن الوسطاء الماليون يقبلون بالأصول المباشرة من وحدات العجز (طالبو الأموال "المقترضون") وبالمقابل يصدرون أصولاً مالية غير مباشرة إلى وحدات الفائض لاستقدام تدفقات الأرصدة منهم.

مزايا هذا النوع من التمويل هي:

- القدرة العالية للوسطاء في تعبئة الادخارات المتناثرة.

- قدرتها في تسويق الأصول المالية المباشرة المختلفة لوحدات العجز.
- يعد ذو تكلفة منخفضة للمعلومات لوجود مؤسسات متخصصة في الوساطة.
- ومرونة المقرض والمقترض في تجنب مخاطر الأصل المالي من خلال التداول أو التسبيل.

تقسيمات السوق المالية:

ولقد تم تقسيم الأسواق المالية وفق الأسس التالية:

- سوق رأس المال (متوسط وطويل الأجل) وسوق النقد (قصير الأجل) **Capital and Money Market**.
- سوق فورية (حاضرة) وسوق آجلة (مستقبلية) **Spot and Future Market**.
- سوق أولية (إصدار) وسوق ثانوية (تداول) **Primary and Secondary Market**.
- سوق منظمة (البورصة) وسوق غير منظمة **Organized and No organized Market**.
- سوق الأوراق المالية (دين، ملكية) سوق الصرف الأجنبي **Securities and Currency Market**.

الفصل السادس

مكونات سوق الأوراق المالية

(بورصة الأوراق المالية)

"ليست هناك أسرار للنجاح، فالنجاح هو القيام
بأشياء أنت تعرف أنه يتوجب عليك القيام ا"
جان جاك روسو

تمثل سوق الأوراق المالية **Securities Market** (وتدعى بورصة الأوراق المالية باللغة الفرنسية) إحدى المؤسسات المالية الوسيطة **Intermediary** في السوق المالية، وهي موقع (جغرافي أو غير جغرافي) لعرض وطلب الأوراق المالية، وهي سوق ثانوية للأوراق المالية تجري خلالها عملية التداول بيعاً وشراء، بعد أن تم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولي.

في الواقع يوجد سوقان (أو مرحلتان) لرأس المال، وليس سوق واحدة وهما السوق الأولية، أو سوق الإصدارات الجديدة، والسوق الثانوية أو سوق التداول.

١- الأسواق الأولية Primary Markets (أو سوق الإصدار):

فالسوق الأولية هي تلك السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدِّر الورقة المالية (السهم أو السند) أو المكتتب الأول فيها، وبكلام آخر: هي السوق التي تنشأ بين المقترض والمقرض نتيجة مبادلة المال السائل (النقد) بمال ورقي (السهم أو

السند)، وفي هذه الحالة فإن السوق الأولية هي تلك السوق التي تتحول فيها المدخرات الخاصة إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة من قبل.

وتترجم هذه العلاقة بخلق حقوق أو التزامات مالية جديدة بين المقرضين والمستقرضين.

إن السوق المالية الأولية في العادة، تخلقها شركات الأعمال والمشاريع والأجهزة الحكومية للاستثمار العام، بهدف الحصول على رؤوس أموال جديدة لتمويل الاستثمارات الجديدة وتكوين أصول مادية ورأس مال تشغيل، وبصورة رئيسية من خلال وساطة المصارف المتخصصة التي توفر التغطية والمشورة والخدمات الأخرى لمصدري هذه الأوراق، مثل المصارف الاستثمارية.

- **ويتم هذا من خلال إتباع بعض أو كل الأساليب التالية**[1]:

- **أسلوب البيع المباشر:**

ويتم من خلال قيام الشركات المصدرة نفسها ببيع الأوراق المالية التي لها مباشرةً إلى المستثمرين الطبيعيين والمعنويين في السوق دون تدخل وسطاء مقابل الحصول على الثمن النقدي، وذلك لتوفير الوقت والجهد وعدم الالتزام بالتسجيل في البورصة إلا أنه قد يترتب على هذا الأسلوب تكاليف عالية وشروط قاسية بالإضافة لعدم كفاية أو توفر الخبرة التسويقية المناسبة.

- **أسلوب المزاد:**

ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد بيعها وسعر البيع، حيث يتم قبول العطاءات صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم بيع كامل الإصدار.

- **أسلوب البيع غير المباشر:**

ويتم من خلال قيام طرف ثالث(**Underwriters**) نيابة عن الشركة المصدرة

١- محمد عثمان حميدة، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٣، ص ٤١.

بعملية الاكتتاب والتسويق والبيع على المستثمرين، وذلك من أجل تلافي التكاليف العالية والشروط القاسية وتجنب الوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم الخبرة لكن عليها تحمل ما قد يترتب على ذلك من تكاليف وعمولات إضافية لا بد وأن يتقاضهما هذا الوسيط والذي قد يكون بنكاً استثمارياً أو بنكاً تجارياً حيث يقوم بالإضافة إلى ذلك بإسداء النصح والمشورة حول الحجم والتوقيت والجدوى من الإصدار ويتولى اتخاذ كافة الإجراءات التنفيذية اللازمة للإصدار والبيع.

الأسواق الثانوية (أسواق التداول) Secondary Markets:

ويمثل سوق تداول الأوراق المالية بعد الاكتتاب بها في السوق الأولي، ويعد السوق الرئيس للأوراق المالية المرجح لنمط النشاط الاقتصادي والمالي في الاقتصادات المعاصرة، كما يؤكد المنذري بأنها العمود الفقري لأي استثمار، وتقوم بوظيفة الدورة الدموية المتجددة واللازمة لضمان استمرار الحياة في أي سوق مالية.

وبالتالي فهي الأسواق التي بواسطتها يتم التداول (بيعاً وشراءً) على الأوراق المالية التي سبق وأن تم إصدارها في السوق الأولية بفارق أن الحصيلة النقدية لا تذهب هنا للشركة المصدرة للأوراق المالية، وإنما تتحرك باستمرار بين مستثمر مالي وآخر وباتجاهين ودون أن تتأثر الشركة المصدرة للأوراق المالية، أما في السوق الأولي وكما أسلفنا سابقاً فهي تتحرك من مستثمر مالي (المدخر) إلى مستثمر مادي (الشركة المصدرة)، وباتجاه واحد فقط أي إن الحصيلة النقدية في السوق الثانوي تذهب من وإلى حملة الأوراق المالية وليس للمؤسسات أو الشركات المصدرة للأوراق المالية، كما هو عليه الحال في السوق الأولية، الأمر الذي يضمن توفير عنصر السيولة بشكل دائم بالإضافة لما يترتب على الأسعار السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه من إفصاح لحظي عن القيمة الاقتصادية للشركات المصدرة، وهذه الأسواق في الحياة العملية تنقسم بدورها **إلى نوعين من الأسواق:**

النوع الأول هو: الأسواق المنتظمة **The organized Exchange**.

النوع الثاني هو: الأسواق غير المنتظمة **The over – Counter** ويعد كل من السماسرة **Brokers** والتجار **Dealers** الوسطاء الأساسيين في هذه الأسواق.

وتتم التفرقة بينهما على أساس دور كل منهما في عملية التداول حيث يعمل السمسار كوكيل للمستثمرين في عملية البيع أو الشراء في حين يكون التاجر طرفاً أصلياً في عملية التداول سواء بائعاً أو مشترياً للورقة المالية.

١- أسواق الأوراق المالية المنظمة Organized:

ويدعى ببورصة الأوراق المالية، ويتميز بكونه موقعاً جغرافياً محدداً لتداول الأوراق المختلفة بيعاً وشراءً، بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف وتوقيتات محددة بالقانون، محاط بشفافية (**Transparency**) للإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر.

وتحتضن معظم دول العالم سوقاً للأوراق المالية المنتظمة أو أكثر مثل سوق نيويورك للأوراق المالية **Nyse** حيث يتم فيها التداول لثلث حجم الأسهم المتداولة بكافة الأسواق المنتظمة، أما بورصة أمريكا **American Stock Exchange** فيتم التعامل فيها على٣٠ ٪من حجم الأسهم المتداولة بالأسواق المنتظمة، وبورصة طوكيو، وبورصة لندن، وسوق عمان للأوراق المالية، وسوق الإسكندرية للأوراق المالية وغيرها.

أ- التسجيل:

وتعد قواعد التسجيل وإجراءاتها في السوق المنظمة أساسية لقبول الورقة المالية(**Listed**) وكنموذج لقواعد التسجيل في **NYSE** فإن الشروط هي:

١. مكانة مناسبة لمنشأة الورقة المالية على مستوى الاقتصاد.

٢. سجل أداء مستقر في الصناعة التي تنتمي إليها.

٣. انتمائها إلى قطاع أو صناعة تتميز بالنمو.

بينما الشروط الخاصة:

تحقيق صافي ربح (قبل الضريبة) للمنشأة صاحبة الورقة لا يقل عن (**2.5**) مليون

دولار للعام السابق للتسجيل، ولا يقل عن (2) مليون دولار للعامين السابقين، أو أن لا يقل الربح (قبل الضريبة) في السنوات الثلاث الأخيرة (6.5) مليون دولار، وبحد أدنى (4.5) مليون دولار في السنة الأخيرة.

١. القيمة الرأسمالية للأصول الملموسة (18) مليون دولار وأكثر.
٢. أن لا يقل عدد الأسهم المتداولة عن (1.1) مليون سهم وبحد أدنى (18) مليون دولار.
٣. وجود (1200) مساهم على الأقل يملك كل منهم (100) سهم على الأقل.
٤. وجود (2200) مساهم على الأقل بمتوسط حجم تداول شهري 100000 سهم على مدى الأشهر الستة الأخيرة.

ويجري التسجيل عند توافر الشروط ثم دفع الرسوم السنوية المفروضة، وقد ينتفي واحد أو أكثر من الشروط بعد التسجيل، مثل انخفاض التداول على الورقة المالية وبصورة كبيرة، فإنه يمكن إلغاء التسجيل (Deleted) ويجري إلغاء التسجيل عند الاندماج أو انتقال خصوم المنشأة المسجلة لأسهمها إلى أخرى، وهناك حالات تتضمن تجميد تداول بسبب انخفاض التداول ناجمة عن سريان شائعات غير صحيحة.

ويمكن أن يجري تسجيل الورقة المالية بشكل مزدوج (Dually Listed) في أكثر من سوق مثل (التسجيل بالسوق الوطنية، والسوق الأمريكية أو اليابانية....... وهكذا).

يوجد في بورصة نيويورك (3000) شركة كبرى مسجلة، بينما يجري التعامل بأسهم (5400) شركة في NASDAQ التي تحتضن الشركات ذات التقنية العالية مثل إنتل ومايكروسوفت.

ب- عضوية السوق Membership:

يمكن التعامل مع سوق الأوراق المالية المنتظمة كونها منشأة أعمال تعمل

وسيطاً مالياً، وتتكون هذه المنشآت من مجموعة شركات سمسرة (**Brokerages Firms**) تدعى بالأعضاء (**Members**).

إن انطباق شروط العضوية على شركة سمسرة يجعلها تمتلك مقعداً أو أكثر (**Hold Seats**) في السوق كما في **NYSE** ويجعلها قادرة على المتاجرة في الأوراق المالية، ويشارك في عضوية **NYSE** مثلاً **1366** منشأة سمسرة.

ويمكن توضيح أشكال العضوية من خلال نموذج (NYSE):

١- السماسرة بالعمولة Commission Brokers:

ويقوم هؤلاء السماسرة بتنفيذ أوامر العملاء الخاصة بالشراء أو البيع بالبورصة ويحصلون على عمولة محددة مقابل تنفيذ الأوامر.

٢- سماسرة الصالة Floor Brokers:

في حالة عدم إمكانية تنفيذ العملية بواسطة السمسار بالعمولة شخصياً، بسبب عدد الأسهم أو بسبب نشاط السوق، يلجأ السمسار بالعمولة إلى خدمات سمسار القاعة وفي هذه الحالة يتم اقتسام عمولة السمسرة بينهما ويساهم سمسار القاعة في سرعة تنفيذ الأوامر.

٣- تجار الطلبيات Odd Lot Dealers:

يتم البيع والشراء ببورصة الأوراق المالية في شكل حلقي **Round** على أساس وحدة تعامل **Lot** كل وحدة (**Lot**) تضم ١٠٠ ورقة مالية، وفي حالة انخفاض حجم العملية عن ١٠٠ ورقة مالية (١٠٠ سهم مثلاً) يتم اللجوء إلى تجار الطلبيات الصغيرة الذين يتعاملون في الطلبيات التي تقل عن وحدة التعامل (١٠٠ ورقة) لتنفيذ عمليات الشراء أو البيع.

٤- تجار الصالة Floor Traders:

يقوم هؤلاء التجار بالبيع والشراء لحسابهم وبالتالي لا يدخلون في عمليات مع الجمهور أو الوساطة مع أعضاء آخرين بل يقومون بالتجول داخل صالة التداول للبحث عن فرص للبيع أو الشراء ويقوم تجار القاعة بالشراء بغرض إعادة البيع بعدها

مباشرة، وتتوقف أرباح تاجر القاعة على حجم وسرعة تدويره للأسهم وعلى دقة تقديراته لتحركات الأسعار في المستقبل، ولا يقوم هؤلاء التجار بسداد أي عمولة وبالتالي يمكنهم عرض أسعار أقل من الأسعار المعروضة من باقي المتعاملين.

٥- المتخصصون Specialists:

يعمل المتخصصون في مجموعات كل مجموعة تتخصص في عدد معين من الأوراق المالية المسجلة ويقوم المتخصصون بالوظائف التالية:

- تنفيذ الأوامر محددة السعر **Limited orders** التي يتركها لديهم باقي الأعضاء عندما يكون سعر السوق بعيداً عن السعر المحدد بالأمر وقت حصول الأعضاء على هذه الأوامر ويعمل المتخص في هذه الحالة كوكيل مثل السماسرة بالعمولة.
- توفير أسواق عادلة ومتدرجة في اتجاهاتها الصعودية والهبوطية **Fair and orderly Markets** في ضوء الأوامر الحاصلة بالتعامل في أوراق مالية معينة ولتحقيق ذلك يمكن للمتخصص أن يقوم بدور التاجر حيث يمكن البيع والشراء لحسابه الخاص في حالة وجود اختلاف مؤقت بين السعر المطلوب والسعر المعروض للورقة المالية.

٢-السوق غير المنظمة The over – the – Counter Market:

يطلق على المعاملات التي تجري خارج البورصات المنظمة بالأسواق غير المنظمة أو الأسواق المؤذية، ولا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها شبكة اتصالات تجمع ما بين السماسرة والتجار والمستثمرين المنتشرين داخل الدولة.

تتعامل الأسواق غير المنظمة في كافة الأوراق المالية التي لا يتم التعامل عليها في البورصات المنظمة ويتم التعامل على عدد محدد من الأوراق المالية المسجلة بالبورصات المنظمة، وفي الواقع يعتبر السوق غير المنظم مجموعة من الأسواق كل منها يحاول أن يتخصص في أوراق مالية معينة فهناك السوق الذي يتعامل في الإصدارات الحاوية مثل السندات وسوق آخر يتعامل في السندات التي تصدرها

المحليات وسوق ثالث يتعامل في السندات المسجلة وغير المسجلة للشركات والأسهم الممتازة وأسهم شركات التأمين والبنوك وسوق رابع يتعامل في الأسهم غير المسجلة للشركات الصناعية والتجارية المتنوعة.

وإن التعامل في الأسواق غير المنظمة يكون بين التجار والموزعين (الجملة والتجزئة). وتدعى معاملات الأسواق غير المنظمة بالمعاملات فوق الطاولة **(OTC)** **Over The Counter** لتميزها عن المعاملات في الطاولة المنظمة، وتكاد تكون هذه منتشرة في الوقت الحاضر بشكل كبير بناء على ما وفرته أجهزة الحاسوب من إمكانات الاتصال وعرض وتسجيل وخزن كبير لهذه السوق.

ومن أبرز أسواق الأوراق المالية غير المنظمة سوق ناسداك **NASDAQ** الاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية للبيع والشراء الالكتروني.

National Association of Securities Dealers: Automated Quotation System.

وتتعامل **NASDAQ** بأسهم ما يقارب **(5400)** شركة منها شركات التقنية العالمية، وتمثل سوق تجار **(Dealers Market)** حيث يوجد أكثر من **(500)** تاجر يعدون صناع السوق، يبيعون ويشترون لحسابهم الخاص ولغيرهم، وهم لا يتقاضون هوامش (بل يحققون فروقات) ويتعاملون الكترونياً، وبذلك فهم يحققون أرباح جراء فرق البيع والشراء **(Spread)** وكذلك يحققون عائد آخر نتيجة لتغيرات الأسعار للأوراق المالية التي لديهم.

ويجري نشر المعلومات والأسعار بنظام عالي الأتمتة **(Highly Automated)**، وفي إطار أسواق أوراق المالية غير المنظمة يتم تشغيل شبكة الناسداك **NASDAQ** من خلال ثلاثة منافذ أو مداخل للمعلومات:

المستوى الأول: الطرف الأول للشبكة يخصص للتعرف على المسجلين بالشبكة وتاريخ التسجيل والأسعار الفعلية للزبائن، حيث تتضح أسعار الشراء والبيع في هذا المستوى والمعروض لصناع السوق لكل ورقة.

المستوى الثاني: الطرف الثاني للشبكة يربط بين صناع السوق والسماسرة والتجار وينتج عن هذا إمكانية استعراض الأسعار لمختلف مستخدمي الشبكة، ويسمح هذا المنفذ بالاطلاع على الأسعار أي الدخول داخل قائمة الأسعار **Inside gnats** حيث يمكن معرفة أعلى سعر شراء وأدنى سعر بيع لكل ورقة مسجلة داخل الشبكة، لذلك من الضروري الدخول إلى داخل هذه القائمة للتوصل إلى أقصى السعر.

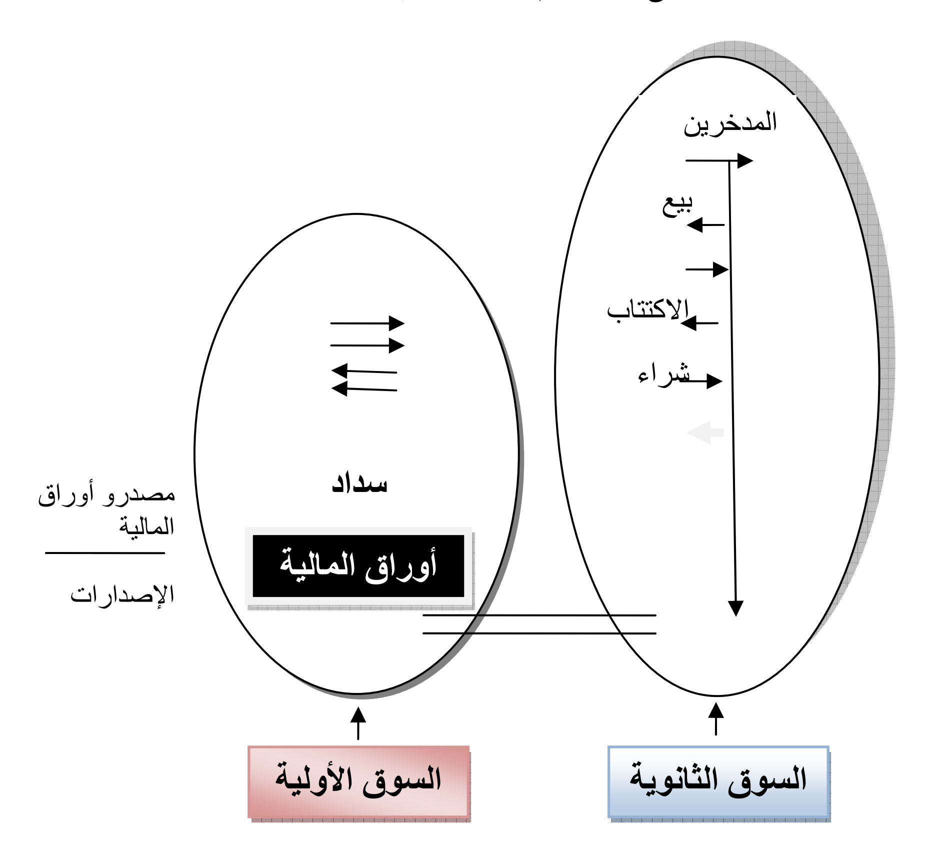
المستوى الثالث: الطرف الثالث للشبكة يستخدمه صانعو السوق فقط، يسمح هذا الطرف للمتعاملين مع الشبكة بتغيير الأسعار المتقدمين بها.

لكن للتعامل من خلال شبكة ناسداك لابد من توفر حد أدنى من الشروط كتوازن عنصرين من صانعي السوق، ومعلومات عن الشركة المصدرة من حيث رأسمالها وإجمالي الأصول، وحد أدنى من الأسهم يتم التعامل فيها خلال تلك السنة والتي بلغت ٣٠,٣ مليون سهم أي ما يعادل ما نسبته ٥٢,٨ ٪ من إجمالي المتعاملات.

مما تقدم نلاحظ أن السوق الثانوية أو سوق التداول إنما هي الدورة الدموية المتجددة واللازمة لضمان استمرارية الحياة في أي سوق مالية بشكل نشط وفعال فهي التي توفر السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية في السوق الأولى وتمكنهم من التخلص منها في الوقت الذي يريدونه وبالسعر الذي يرغبون فيه.

كما تكون هذه السوق بمثابة مؤشر مهم من خلال أسعار الإغلاق اليومية للمنشآت التي ترغب في زيادة رأسمالها بقصد التوسع في عملياتها مقابل طرح أسهم أو سندات جديدة، وبالتالي اتخاذ القرار لمناسب حول ملائمة توقيت التوسع أو عدم ملاءمته وبتحديد آخر فإنها السوق التي تحدد تكلفة الأموال للمنشآت التي تتداول أوراقها المالية المختلفة فيها.

يوضح الشكل رقم (١) العلاقة لإطار سوق الأوراق المالية



مما سبق يتضح أن كل من السوق الأولي والسوق الثانوي مرتبطان معاً ارتباطاً وثيقاً كما في الشكل رقم (١)، فليس من المعقول أن يكون هناك سوقاً للتداول دون أن يكون هناك أصلاً إصدارات واسعة من خلال السوق الأولي، وبالمثل لا يمكن أن يكون هناك سوقاً أولياً (إصدار) ما لم يكن هناك سوقاً ثانوياً متقدماً بل أن السوق الثانوي يعد بمثابة العمود الفقري للسوق الأولي.

والسؤال المنطقي لماذا؟

لأنه متاح لعدد أكبر من المدخرين مقارنة بالسوق الأولى لأن عملية إعادة البيع تسمح لمدخرين آخرين باستثمار أموالهم في لحظة، ما يساعد على النشر المستمر وطوال العام للأوراق المالية، بينما الإصدارات في السوق الأولى تحدث في فترات قليلة ومختلفة على مدار العام.

إذن أي سوق للأوراق المالية لا بد أن يتكون من شقين أساسيين هما: السوق الأولي أي سوق الإصدار والسوق الثانوي أي سوق التداول، وإن كان السوق الثانوي أي التداول يتضمن بدوره شكلين هما: السوق المنظمة والسوق غير المنظمة إلا أنه قد يضم إلى جانب ذلك أسواقاً أخرى تعتبر جزءاً من هذا السوق وهي ما يطلق عليها السوق الثالث والسوق الرابع.......

ماذا يقصد بالسوق الثالث والرابع للأوراق المالية؟.

حدثت عدة تغيرات في أسواق الأوراق المالية نتيجة المنافسة داخل قطاع الأوراق المالية ونتيجة للضغوط الخارجية من جانب الحكومة ولجنة البورصة، حيث يتم تصنيف السوق الثانوي للأوراق المالية إلى أربعة أنواع من الأسواق وفقاً لأطراف التعامل هي:

السوق الأول: First Market: ويتكون من السماسرة العاملين بالبورصات المنظمة.

السوق الثاني: Second Market: ويتمثل في السماسرة العاملين في الأسواق غير المنظمة والمنتشرين في المناطق المختلفة بالبنوك **Kird Market**.

السوق الثالث: Third Market وهو قطاع من السوق غير المنظم بمعنى أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة (أي السوق المنظمة) ويتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم. وهذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية، وكذلك نجد أنه من حق أعضاء بيوت السمسرة هذه التعامل في الأوراق المسجلة في السوق المنظم، بينما أعضاء السوق المنظمة ليس لهم حق بتنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المالية المسجلة فيها.

واضح أن أعضاء بيوت السمسرة هذه قد تشكل عنصراً منافساً للأعضاء داخل السوق المنظم، خاصة وأن العملاء هم في السوق غير المنظم ثم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، ومن أهم أسباب وجود هذه السوق اعتقاد العملاء - أي المؤسسات

الاستثمارية ـ بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة وأيضاً إمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية، خاصة أن سماسرة هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة، هذا من جانب، ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالمية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة وغيرها إلا في حدود ضيقة جداً.

السوق الرابع The Fourth Market: وهو يشبه السوق الثالث في أن الصفقات تتم خارج السوق المنظمة غير أن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة أو بين الأفراد الأغنياء دون حاجة لأعضاء بيوت السمسرة. ومما يسهل هذا الاتصال وجود شبكة قوية في الاتصالات سواء عن طريق التليفون أو الحاسب الآلي، وبالتالي يمكن القول أن أهم أسباب وجود هذا السوق هو الحد من العمولات التي تدفع للسماسرة.

والجدير بالذكر أنه قد يتم الاستعانة بوسيط لإتمام الصفقة والمعروف أن أعباء الوسيط تكون أقل بكثير من تكلفة وعمولة السماسرة.

وفي هذا السوق يتم التعامل على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل السوق المنظم أو خارجه.

إن العرض السابق لكل أشكال سوق المال بصفة عامة، وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة، وما تضمنه من العديد من الأدوات سواء النقدية أو المستحدثة يثير في ذهن القارئ العديد من الخواطر أو التساؤلات، أبرزها كيفية قيام المدخر أو المستثمر بتوجيه واستخدام مدخراته نحو هذا السوق، وهل هذه الأدوات مثلها مثل السلع في أي سوق أخرى يمكن بسهولة التعرف عليها وشراؤها مباشرة ؟.

وهل التعامل فيها (سواء شراء أو بيع) يكون مناسباً في أي وقت؟ وبأي كمية؟ وبأي سعر؟.

وقد تكون الإجابة ببساطة أنه يكفي تواجد المستثمرين في هذه الأسواق لتتم عملية التعامل على الأوراق المختلفة داخل هذه الأسواق، غير أن هذا التعامل لن يكون بالفاعلية المطلوبة أو المرغوب فيها دون تواجد ما يسمى بالوساطة المالية.

وعلى الرغم من تعدد الأسواق وتنوع عملياتها وطبيعة التنظيم إلا أنها جميعاً تخضع لقواعد تتراوح ما بين تشريعات ولوائح ملزمة، وما بين أخلاقيات وأعراف المهنة، ولذلك يلاحظ أن الحكومات وصناع الأوراق المالية يهتمان بالإشراف والمتابعة للأسواق المالية ونشر المعلومات والشفافية وتهيئة البنية التحتية (خاصة وسائل نشر المعلومات) لتسهيل عمل أطراف السوق.

ما هي المضاربة في البورصة؟

تعني المضاربة في البورصة التعاقد على عملية مستقبلية يتنبأ بأنها ستكون مربحة سواء من خلال ارتفاع أسعارها، أو من خلال تجنب حدوث خسائر فيها...فالتنبؤ هو العامل الأساسي للمتعامل في البورصات بشكل عام.....إلا أن المضاربة تؤثر كثيراً في حركة النشاط الاقتصادي **من خلال ثلاث وظائف رئيسية**:

١ـتحقيق توازن الأسعار في المكان والزمان.

٢ـ وسيلة لتوجيه المنتجين والمستثمرين.

٣ـ تعمل على زيادة وتوفير عدد أكبر من المتعاملين.

وتتم عملية المضاربة بناءً على تفاعل قوى عاملين رئيسين:

1. عامل موضوعي عقلاني رشيد.
2. عامل شخصي قائم على الحدس والتصور

أولاً العامل الموضوعي:

وهو يتم بناءً على حسابات دقيقة لكافة العوامل والعناصر المؤثرة على قوة الشركة صاحبة الورقة المالية المضارب عليها وعلى متانة مركزها المالي وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها وتمويل استثماراتها وتحقيق ربحية مناسبة في المستقبل، ومن

ثم يقوم المضارب برصد ومتابعة المتغيرات وحساب دقيق للثوابت، وتحديد المزيج الأمثل لها.

ما هي العوامل المؤثرة على قرارات المضارب في البورصة؟

فالمضاربة في البورصة عملية غير عشوائية أو ارتجالية، بل هي عملية شديدة الذكاء مخططة ومحكمة ومبنية على حسابات دقيقة قائمة على بيانات حديثة صادقة تعطي صورة كاملة معبرة عن مستقبل الشركة المصدرة للورقة المالية سواءً كانت سهماً وسنداً أو صكاً، وهي عملية تشمل الإحاطة بكل من:

- الخطة الاستثمارية للشركة واتجاهات عملية الاستثمار فيها..
- تحليل الموازنة العامة للشركة ومعرفة عناصرها واتجاهات الإنفاق فيها وعناصر هذا الانفاق، ومصادر تمويله وقدرة الشركة على تغطية احتياجاتها التمويلية سواءً من المصادر الذاتية أو المصادر الخارجية للتمويل.
- الموقف التسويقي لمنتجات الشركة ومدى قبول المستهلك لها ومدى سيطرتها على أسواقها..
- اتجاهات الربحية ومعدلاتها المتوقعة مستقبلاً كماً وكيفاً واتجاهات توزيعها ما بين المستثمرين وما بين تمويل توسعات الشركة..

وعلى هذا يقوم المضارب بدراسة جيدة للشركة المصدرة للورقة المالية ومعرفة درجة تأثرها بالعوامل الذاتية الداخلية وبالعوامل الخارجية غير الذاتية، ويشمل هذا بالطبع الوقوف على عدة عناصر هي:

- رصيد النقدية داخل خزينة الشركة وفي البنوك وحجم السيولة
- حجم المخزون واتجاهاته
- الأصول الثابتة والأصول المعنوية.
- الدائنون وأصحاب الحقوق المالية على الشركة وخطة الشركة لسداها وحجم ما تحتاجه من أموال لهذا السداد.

ثانياً ـ العامل الشخصي:

هذا العامل يختلف وفقاً لشخصية المضارب ومدى قدراته الشخصية وتركيبته النفسية والمزاجية ومدى **تأثرها بالعوامل العاطفية**:

- الشائعات التي تطلق من آن لآخر.
- الآراء التي يطلقها المتخصصون وغير المتخصصين.
- الاتجاهات العامة والخاصة لبعض المتعاملين على الأوراق المالية.
- قدرته على الارتباط مع العمالقة المتعاملين على الأوراق المالية.
- قدرته على استشفاف ومعرفة اتجاهات التعامل.
- قدرته على التوافق السريع واستعادة توازنه النفسي والفعلي والتجاوب الفوري مع متطلبات ومتغيرات التعامل.

وهو ما يجعلنا نفرق بين ثلاثة فاعلين رئيسيين من المتعاملين في البورصات وهم: المستثمر، والمضارب، والمغامر والذي يوضح خصائصهم. الشكل التالي:

شكل يوضح: خصائص المستثمر والمضارب والمغامر

الفاعلون في البورصة

خصائص المستثمر

يهتم باستثمار طويل الآجل ومتوسط الآجل ويبقي الأسهم في حيازته لمدة طويلة، ويهتم أكثر بتحقيق الأرباح التي تخصصها الشركات للأسهم، ويقوم باستخدام أدوات التحليل المالي وبالتالي يحدد هدفه عند شراء الأسهم بدافع الاستثمار.

خصائص المضارب

يهتم أساساً بالعائد الفجائي والسريع الذي يتحقق من ارتفاع أسعار السهم في الآجل القصير ولا يحتفظ بالأسهم إلا لفترة قصيرة ويرصد ويتابع عوامل بيع وشراء الأسهم ولا يهتم بنوع السهم ولكن يهتم بالمكسب الرأسمالي المتحقق في الأجل القصير.

خصائص المغامر

يهتم بتحقيق مكاسب فورية كبيرة بشكل طفرات، ولديه استعداد لتحمل مخاطرة عالية جداً بشكل كامل، يتعامل في السوق بشكل فوري بل أنه يبيع ويشتري ذات السهم في ذات اليوم، ويعمل بشكل عشوائي دون خطة ولكن وفقاً لاتجاه أسعار الأسهم وبشكل لحظي فوري.

ومن هنا فإن الاستثمار في الأوراق المالية يختلف عن المضاربة والمغامرة فيها ، **فالمستثمر** يعمل على تحقيق الأمان والاستقرار والمحافظة على رأسماله الأصلي مع ضمان الحصول على دخل مستمر سنوي من عائد الأرباح السنوية التي توزع على حملة الأسهم وفقاً لعدد ما لديهم من أسهم.

ويلجأ المستثمر إلى شراء الأسهم الجيدة التي تتمتع بثلاث صفات رئيسية هي:

- معدل ربح مناسب.
- نمو في القيمة الرأسمالية بشكل مستمر.
- استقرار في أسعارها عند تداولها في البورصة.

أما المضارب فإنه يميل إلى شراء الأسهم التي يتوقع أن تحقق ربحاً سريعاً عالياً في الآجل القصير، في الوقت الذي يكون فيه المغامر في حالة ترقب وتحفز لاقتناص الفرص وانتهازها والتعامل الفوري عليها.

الفصل السابع

إدارة بورصة الأوراق المالية

" يصيب الرجل الذي يتحالف مع ا ستقبل"
هنريك أيبسن

١ ـ ـ من هم أعضاء البورصة

تشمل البورصة ثلاثة أنواع من الأعضاء:

١. أعضاء عاملون وهم سماسرة الأوراق المالية

٢. أعضاء منضمون من البنوك والشركات وصناديق الادخار التي تعمل في مجال الأوراق المالية والتي يصدر بتحديدها قرار من الوزير المختص.

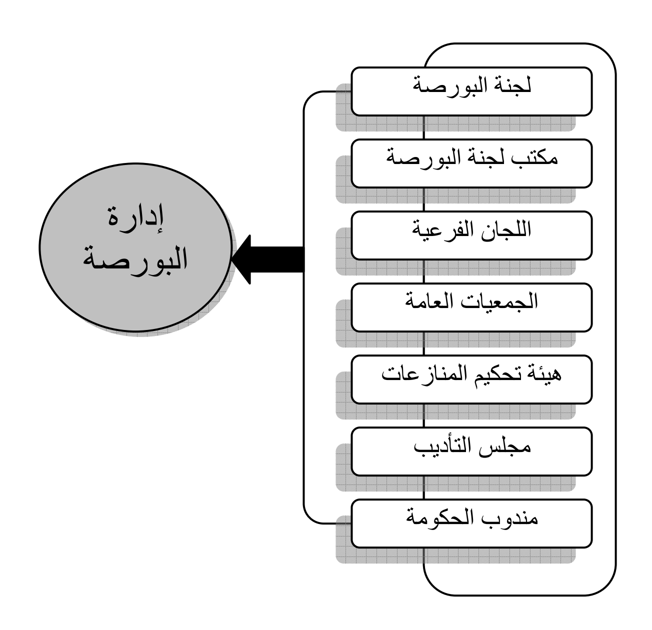
٣. ويرسل الأعضاء المنضمون أوامر البورصة(بيع وشراء) إلى السماسرة مباشرة ودون وسيط. وتستحق ٦٥٪ من قيمة العمولة على صفقات الأعضاء المنضمين إلا فيما يتعلق بعمليات إعادة البيع والشراء.

٤. أعضاء مراسلون وهم السماسرة المقيدون في البورصات الأجنبية يشترط أن يعمل السمسار المراسل من خلال السمسار الوطني ويشترط المعاملة بالمثل.

٢ـ ـ ما هي إدارة البورصة؟

هي شخص اعتباري عام تتولى إدارة أموالها وتكون لها أهلية التقاضي بجانب رقابة حكومية تتمثل في مندوب للحكومة مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح وله

حق الاعتراض إذا ما صدرت قرارات مخالفة اللوائح وتدار البورصة من الأجهزة التالية [(١) – (٢)]:



١- لجنة البورصة:

وتتكون من ١٧ عضواً منهم ٩ من السماسرة وخمسة من الأعضاء المنضمين و٣ أعضاء يعينهم الوزير المختص لمدة سنتين.

وتختص اللجنة بالمهام التالية:

أ- تحقيق حسن سير العمل في البورصة بما تقتضيه الظروف من إجراءات.

ب- لها سلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة وعلى المندوبين الرئيسيين والوسطاء، وذلك كله وفقاً للقواعد المنصوص عليها في القوانين واللوائح.

١- وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، ١٩٩٧، ص٢٨-٣٠.

٢- بورصة الأوراق المالية بالقاهرة، الكتاب السنوي للعام ١٩٩١، ص ٢٩-٣١.

ت- يجوز للجنة إذا طرأت ظروف خطيرة، أن تقرر بأغلبية خاصة تحديد حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار إقفال اليوم السابق للقرار، على أن يعرض على الوزير المختص والذي يقرر قبوله أو رفضه وإيقاف تنفيذه.

٢- مكتب لجنة البورصة:

ويتكون من رئيس ونائب وأمين صندوق ويقوم المكتب بتنظيم أعمال اللجنة والإشراف عليها.

٣- الجمعية العامة:

وتتكون من أعضاء البورصة العاملين والمنضمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإبداء التوصيات في جميع المسائل المتعلقة بالبورصة.

٤- اللجنة العليا للبورصة أو هيئة الأوراق المالية:

وتشكل برئاسة رئيس هيئة سوق المال أو نائبه وعضوية مكتب لجنة كل بورصة وعضوين منضمين من كل منها وأحد الأعضاء المنضمين عن كل بورصة ومندوب الحكومة لدى هذه البورصات.

ومهمة هذه اللجنة اتخاذ التدابير الكفيلة للتأكد من التماثل في تطبيق القوانين واللوائح في جميع البورصات وإتباع أساليب عمل موحدة.

٥- هيئة التحكيم:

وتشكل للفصل في جميع المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم أو بين أحد هم وبين عميل بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم وقرارات الهيئة غير قابلة للاستئناف.

٦- مجالس التأديب:

ويشكل برئاسة رئيس لجنة البورصة أو نائبه وعضوية عضو منضم وعضو معين من أعضائها.

ويختص المجلس بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام وقوانين البورصة ولوائحها وأيضاً في جميع المسائل التي تمس حسن سير العمل والنظام في البورصة.

٧- الهيئة العامة لسوق المال:

وتتمثل أهم مهامها في:

- مراقبة وتنفيذ القوانين واللوائح.
- حق الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة ولجانها الفرعية إذا صدرت مخالفة لقوانين ولوائح البورصة أو للصالح العام.

طريقة التعامل في بورصة الأوراق المالية

يتم التعامل بالأوراق المالية في الأسواق المالية على اختلاف أنواعها أو مستوياتها من قبل جمهور المتعاملين على أساس شراء وبيع عدد محدود، أو على أساس الأوامر التي يصدرها العملاء للسماسرة، والتي تختلف باختلاف أهداف وتوقعات هؤلاء العملاء، فمنها ما يكون لأحسن سعر، ومنها ما يكون عند سعر محدد، ومنها ما يكون عند أقل خسارة، أو على أساس البيع قصير الأجل، والذي يتمثل في قيام عميل باقتراض سهم من قبل عميل آخر، لبيعه في السوق، وعند انخفاض سعره يقوم بشرائه من السوق، وإعادته إلى المالك الأصلي، وهنا يتحقق مكسب للمقترض من خلال فرق الأسعار بين عملية البيع والشراء، ومكسب للمالك بنسبة يتم الاتفاق عليها مسبقاً، وبالطبع عمولة للسمسار الذي يقوم بهذه العملية[1].

ولهذه العمليات بالطبع تكلفة تتمثل في العمولة، التي يتقاضاها السماسرة من المستثمرين، والتي تختلف باختلاف نوع الورقة، وحجم التعامل في السوق، وقد تكون محددة أو حسب الاتفاق بين الطرفين.

١- علي شلبي، بورصة الأوراق المالية،دراسة علمية وعملية، مكتبة النهضة المصرية، الطبعة الأولى، ١٩٩٢، القاهرة، ص٥٧.

الفئات التي يقوم عليها السوق:

يقوم السوق على الفئات التالية[1]:

فئة المقرضين أو المدخرين أو المستثمرين:

وهي فئة مصدري الأموال في السوق وتتمثل في الأفراد والشركات التي تقل مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب في توظيف مدخراتها أو فوائضها النقدية بالإقراض المباشر أو بشراء الأوراق المالية.

فئة المقترضين أو المستثمرين أو البائعين:

وهي فئة مستخدمي الأموال في السوق وتتمثل في الأفراد والشركات التي تزيد مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب بتغطية الاستثمار أو العجز لديها، بالاقتراض المباشر أو ببيع الأوراق المالية.

فئة الوسطاء الماليين:

وهي فئة السماسرة وتابعيهم وتشتمل على:

السمسار: وهو الشخص ذو الكفاءة والخبرة المختص في شؤون المالية من بيع وشراء مقابل حصوله على العمولة من البائع والمشتري معاً.

المندوب الرئيس: وهو من مساعدي السمسار ويعمل عنده باسمه ومقابل الأجر.

الوسيط: وهو أيضاً من مساعدي السمسار وهو بمثابة أداة الاتصال بين العميل والسمسار.

هذا وهناك قواعد ينبغي مراعاتها عند اختيار السمسار هي كالآتي[2]:

- أن يكون مقيداً لدى البورصة.
- مشهود له بالأمانة والصدق.
- له مقدرة مالية عالية.

١- وليد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص٣٣-٣٥.

٢- علي شلبي، بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص٥١.

- له قدرة عالية على تقديم البيانات والمعلومات.
- المهارة والحرص على تنفيذ أوامر العمل.

وبالطبع للسمسار وظائف رئيسة تتمثل في التالي:

- البيع والشراء لصالح العملاء مقابل عمولة محددة من قبل كل من البائع والمشتري.
- القيام بدور حلقة الوصل بين الشركة المصدرة وجمهور المكتتبين مقابل عمولة محددة وبموجب اتفاقية يتعهد فيها بتغطية كل أو بعض الإصدارات الجديدة.
- ترويج الإصدارات الجديدة دون الالتزام بتغطية أو شراء جزء من الإصدارات وبيعهما للمستثمرين.
- تقديم الاستشارات والإشراف على الاستثمارات لدى العميل، وحسب ماتقره الاتفاقية المبرمة بينهما.

الفصل الثامن

نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية

" الع ة با واتيم"
مثل عر

إن مكونات نظام التشغيل لبورصة الأوراق المالية يتكون من صالة التداول والوسطاء وطريقة التداول والهيئة المشرفة على السوق.

وفيما يلي توضيح لكل عنصر من عناصر النظام:

أولاً: صالة التداول:

وهي المكان المخصص للتداول (ويطلق عليها قاعة التداول) وهناك أكثر من بديل في هذا المجال، وهما نظام الصالة الواحدة للتداول ونظام التداول باستخدام الحاسبات الالكترونية، والوحدات الطرفية. ويتميز نظام القاعة الواحدة بتوفير الفرصة الكافية لسلامة عملية التداول. فأسعار الأسهم الناتجة عن عمليات التداول في ظل هذا النظام تمثل أسعار التوازن، أما النظام الالكتروني للتداول فيعتمد على ضبط التعامل غير المسموح به من خلال البرامج الجاهزة والتدفق المستمر للمعلومات عن كافة عمليات التداول بالبورصة ويسهل هذا النظام عمليات المتابعة الفورية لعمليات التداول في كافة الأوراق المالية بكافة وقائعها من حيث حجم التعامل وتطور الأسعار وغيرها من معلومات.

ثانياً: الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة:

وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويحظر على هؤلاء الوسطاء القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص،

وقد يكون الوسيط منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة، ويحصل الوسيط على أوامر البيع والشراء من العملاء عن طريق التليفون أو الفاكس.

ثالثاً: طرق التداول بالبورصة:

يم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوامر المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسطاء من خلال إحدى الطريقتين التاليتين:

- **طريقة المفاوضة Negotiation:**

وفي ظل هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض (البيع) وأسعار الطلب (الشراء) لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاق على سعر التنفيذ وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

- **طريقة المزايدة Auctioning:**

وفي ظل هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري (**Lowest – Offer**).

هذا ويتم الإعلان عن الأسعار علناً، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

رابعاً: الهيئة المشرفة على إدارة البورصة:

١-الرقابة على السوق الأولى:

تقوم الهيئة المشرفة على بورصة الأوراق المالية بإلزام الشركات الجديدة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام بإصدار " نشرة اكتتاب " توضح فيها أغراضها وبرنامجها حتى يقف الجمهور على حقيقة أغراضها ومن شأن ذلك تضييق الخناق على الشركات الوهمية **Bubble Companies** التي تظهر وتختفي بسرعة بعد سحب أموال الجمهور.

كذلك تقوم الهيئة المشرفة على بورصة الأوراق المالية بالرقابة على تداول أسهم الشركات الجديدة بقيد أسهم الشركة بالجدول المؤقت للأسعار وذلك حماية للمستثمرين فيها ويتم قيد هذه الأسهم وتسجيلها بالجدول الرسمي للأسعار في ظل الظروف الخاصة بالقبول والإدراج بالجدول الرسمي.

٢- وضع متطلبات للإفصاح Disclosure:

تقوم الهيئة المشرفة على بورصة الأوراق المالية بوضع متطلبات للإفصاح عن تداول الأشخاص لأسهم شركاتهم وذلك من خلال تقييد تداول الأسهم للمؤسسين قبل مرور فترة زمنية معينة أو لحين إعلان نتائج مرضية عن الشركة لفترة معينة.

٣- الرقابة على السوق الثانوي:

وتتم هذه الرقابة من خلال نشر المعلومات المالية عن الشركات المقيدة بالجدول الرسمي حيث تلتزم الشركات المقيدة بالبورصة بإعداد ونشر المعلومات المالية عن أدائها ومركزها المالي بحيث تعكس هذه المعلومات أوضاع الشركة بشكل سليم وتمكن في الوقت نفسه المستثمر من اتخاذ قراره الاستثماري السليم.

٤ - تطبيق قوانين التعامل بالبورصة:

تقوم الهيئة المشرفة على السوق بتطبيق قوانين ولوائح التعامل بالسوق والتي تضمن تجنب التقلبات الكبيرة وغير المعقولة في سعر السهم من صفقة لأخرى ويتم ذلك من خلال المتخصصين وصناع السوق الذين توكل إليهم هذه المهم.

المتعاملون في بورصة الأوراق المالية

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية، حسب الهدف من وراء هذا التعامل - والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في التخطيط لعمليات البيع والشراء - إلى **أربع مجموعات رئيسية** وهي: المضاربون المحترفون، والمضاربون الهواة والمتآمرون والمستثمرون.

- **المضاربون المحترفون: Speculators**:

تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار، لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاهات السوق لتخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية والمؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

- **المضاربون الهواة Outsiders:**

تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار، إلا أنها لا تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، والتي تتطلب إتباع سياسات مرنة تتفق مع الدورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

- **المتآمرون Manipulators:**

تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعوداً وهبوطاً بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية بالسوق أعلى **Over Valued** أو أدنى **Under Valued** من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العادية، ويتميز هؤلاء بتوافر المواد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين في حين أن المضاربين المحترفين يستفيدون من الاتجاهات الطبيعية لأسعار الأسهم بالسوق.

- **المستثمرون Investors:**

هناك نوعان من المستثمرين:

١. المستثمر الداخلي **Insider**.
٢. المستثمر العادي.

ويهدف **المستثمر الداخلي** إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم ويكون هدف الربح في المرتبة الثانية. أما **المستثمر العادي** فيهدف إلى تحقيق الربح في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الجاري.

الفصل التاسع

قيد الأوراق المالية بالبورصة[١]؟

"على الاقتصادي أن ينظر إ الأمام ا اه
التكنولوجيا، وإلا سيكون متخلفاً لا الة"
لين

❖ تعريف قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية:

❖ قواعد القيد:

هي عبارة عن مجموعة من الشروط المالية والقانونية التي تحكم اختيار الشركات وتنظم انضمامها لأحد الأسواق وفقاً لمخاطرها ووفقاً للسيولة ويطلق عليها شروط الانضمام.

❖ قواعد استمرار القيد:

هي شروط تقيس مدى التزام الشركة بالإفصاح الفوري في الوقت المناسب ويطلق عليها شروط استمرار القيد.

❖ قواعد الشطب:

هي شروط معينة لو توافرت في شركة معينة فإنه يتوجب استبعاد هذه الشركة من السوق المنظمة.

١- يمكن العودة إلى: نبذة عن قيد الشركات في البورصة المصرية، بورصتي القاهرة والإسكندرية،www .Egypt's . com.

د. عبد الغفار حنفي، د. رسمية قريا قص، مرجع سبق ذكره، ص٧٦-٧٩.

❖ أهداف قواعد القيد والإفصاح بالبورصة:

- تشجيع الشركات المصدرة ذات المركز المالي القوي على القيد بالبورصة.
- تصنيف الشركات وفقاً للمخاطر والعائد على الجداول المختلفة.
- زيادة جودة الأوراق المالية من خلال إمكانية الانتقاء عند القيد بجداول البورصة.
- ضمان حد أدنى للسيولة والكفاءة للورقة المالية.
- ضمان توافر كافة المعلومات التي تفيد المستثمر في الوقت المناسب وتكون متوافرة للجميع وذلك بأقل تكلفة وأيضاً منع الاستفادة بالمعلومات الداخلية لمصالح فئة معينة للتلاعب بأسهم الخزينة.
- الهدف الأساسي من ذلك كله تحقيق أكبر قدر من الحماية للمستثمر.

❖ مفاهيم خاطئة عن القيد:

يعتبر الخوف من فقد السيطرة على الشركة هو أكبر عقبة تمنع الشركة من السعي إلى إشراك المستثمرين في ملكيتها، ومع ذلك فمن الممكن أن تطرح الشركة ٣٠٪ من أسهمها في اكتتاب عام بدون أن تفقد الإدارة سيطرتها على الشركة.

وفي حالة طرح جزء من ملكية الشركة للجمهور، تصبح الشركة ملتزمة بالإفصاح عن كافة المعلومات والأحداث الجوهرية الخاصة بالشركة للمستثمرين ولذلك فقد يعد قيام الشركة بالإفصاح تحدياً آخر بالنسبة للشركة التي تقيد لأول مرة.

ولكن الشركة سرعان ما سوف تكتشف أهمية أثر الإفصاح على أسعار أسهمها في البورصة فكلما كان الإفصاح دقيقاً وسريعاً كلما أدى ذلك إلى زيادة ثقة المستثمرين في مصداقية الشركة وزاد ميل المساهمين الحاليين للاحتفاظ بمساهمتهم في الشركة. بالإضافة إلى ذلك فإن الشركة الملتزمة بالإفصاح ستجد

سهولة في المستقبل لإمكانية الحصول على الأموال اللازمة لتوسعات الشركة عن طريق طرح شريحة أخرى من أسهمها للمستثمرين الجدد.

❖ لماذا تسعى الشركات للقيد بالبورصة:

السبب الأساسي وراء سعي الشركات لقيد أوراقها بالبورصة هو إمكانية حصولها على التمويل اللازم عن طريق:

- إشراك المستثمرين في ملكية الشركة عن طريق طرح أسهم للجمهور.
- اقتراض أموال من المستثمرين عن طريق طرح سندات في السوق.

❖ دور المديرين:

تعتبر الوظيفة الأساسية لمديري الشركات المقيدة بالبورصة هي الإشراف على إدارة الشركة وكذلك القيام بكافة الأعمال اللازمة لتحقيق الشركة للغرض الذي تأسست من أجله، وذلك من خلال ما يعرضونه من تقارير دورية على مجلس الإدارة تتضمن كافة المعلومات المتعلقة بنشاط الشركة، وعلى ذلك فإنه يمكن القول أن المدير يلعب دوراً حيوياً في الشركة باعتباره شخصاً مسئولاً عن مصلحة الشركة وبالتالي مصلحة المستثمرين.

ومنذ لحظة قيد الشركة بالبورصة وطالما استمرت الشركة مقيدة، يجب عليها الالتزام بالإفصاح الفوري عن أية معلومات قد تؤثر على أسعار أسهمها في البورصة، حيث يعتبر الالتزام بالإفصاح طلب أساسي للمحافظة على استمرار القيد.

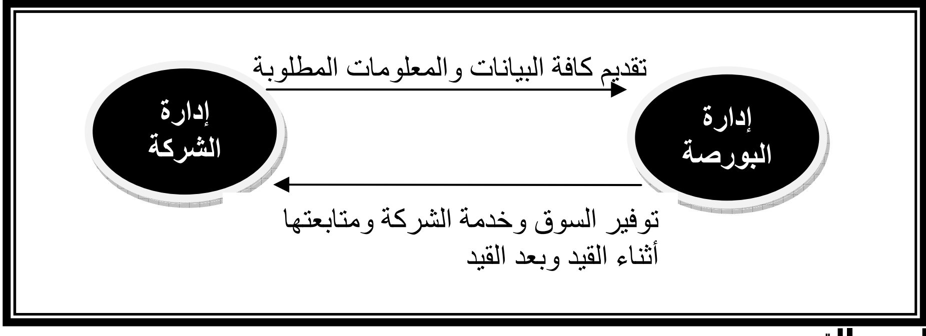
شروط القيد العامة:

- أن تكون جميع أوراقها المالية مودعة بنظام الحفظ المركزي.
- ألا يتضمن النظام الأساسي للشركة وتعديلاته أية قيود على تداول أوراقها المالية.
- أن يتم القيد بكامل قيمة وعدد الأسهم المصدرة.
- أن يتم قيد إصداراتها التالية للقيد الأول خلال ثلاثة أشهر من تاريخ القيد في السجل التجاري لكل إصدار.

- إن تقدم الشركة المصدرة طلباً للقيد.
- أن القيد في البورصة هو بمثابة عقد اتفاقي بين طرفين.
- أن يتم نشر طلب القيد على موقع البورصة بالإنترنت وفي النشرة اليومية وبقاعة التداول وذلك لمدة عشرة أيام. وتعرض على لجنة القيد بعد استيفاء جميع المستندات المطلوبة

أهمية قواعد القيد:

- انتقاء الشركات التي يتم قيدها وتصنيفها في الجداول المختلفة وفقاً للمخاطر.
- توفير القدر الكافي من الشفافية ونشر المعلومات للمتعاملين في السوق.
- التحقق من توافر المعايير المالية المطلوبة للشركات المقيدة.



لجنة القيد:

برئاسة رئيس البورصة أو من ينيبه وعضوية كل من:

- ممثل الهيئة العامة لسوق المال يختاره رئيس الهيئة
- اثنين من العاملين بالبورصة يختارهما مجلس إدارة البورصة.
- ممثل عن الشركات المقيدة في البورصة يختاره مجلس إدارة البورصة.
- ممثل عن الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية من أعضاء مجلس إدارة البورصة.

- ممثل عن جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية يختاره مجلس إدارة الجمعية.
- وتكون مدة العضوية سنتين قابلة للتجديد لمدة أو مدد أخرى مماثلة ويكون للجنة أمانة فنية يصدر بتشكيلها قرار من رئيس البورصة.

لماذا تسعى الشركات لطرح جزء من ملكيتها للجمهور؟

إن طرح جزء من ملكية الشركة للجمهور يحقق الآتي:

- يؤدي إلى إتاحة الفرصة للمؤسسين في استرداد جزء من أموالهم المستثمرة في الشركة.
- يؤدي إلى طريقة أخرى لزيادة رأس المال.
- يؤدي إلى خلق قيمة سوقية لأسهم الشركة.
- يؤدي إلى إيجاد فرص للشركة لتمويل الاستثمارات الجديدة وكذلك مساعدتها على التوسع والتطوير.
- يؤدي إلى تحفيز العاملين بالشركة على العمل أكثر عن طريق منحهم أسهم بالشركة أو تمليكهم بعض أسهم الشركة بسعر مخفض.
- يؤدي إلى توفير الدعاية للشركة المقيدة مما يقوي مركزها أمام العديد من الأطراف الخارجيين من العملاء والموردين والمقرضين بالإضافة إلى أن طرح أسهم الشركة بالبورصة يعتبر خطوة ضرورية في حالة قيام الشركة بزيادة رأسمالها في المستقبل عن طريق إصدار شهادات إيداع دولية **GDRs**.

وتجدر الإشارة إلى أن اشتراك المستثمرين في ملكية الشركة لا يعني التخلي عن:

- السلطة
- الإدارة
- الحق في اتخاذ القرارات الهامة
- الحق في اتخاذ قرارات بخصوص أداء الشركة الاقتصادي

لماذا يقبل المستثمرون على المساهمة في الشركات المقيدة في البورصة والتي تطرح أوراقها المالية للجمهور العام؟

- إذ أن قيد الشركة بالبورصة يعني التزامها بقواعد القيد بالبورصة مما يزيد من ثقة المستثمرين بالشركة وتفضيل الاستثمار بها على الشركات غير المقيدة.
- إذ أن المساهمة في رأسمال الشركات عن طريق امتلاك أسهمها هو استثمار طويل الأجل ويحق لمالك السهم الحصول على توزيعات الأرباح التي تحققها الشركة بالإضافة إلى العائد الرأسمالي (ارتفاع سعر البيع عن سعر الشراء) إذا كانت الشركة ناجحة وتحقق أرباحاً.
- ومن ناحية أخرى فإن امتلاك سندات الشركات يمنح المستثمر عائد منتظم حتى تاريخ الاستحقاق بالإضافة إلى استرداد قيمة السند في تاريخ الاستحقاق.

❖ دور المستثمرين:

يعتبر المستثمرون من المصادر الأساسية لتوفير رأس المال للشركات ويعتمد غالبيتهم على البورصة لتزويدهم بالحماية الكافية وبكل المعلومات التي قد يكون لها تأثير على سعر التداول كما أن أحد أهم المبادئ التي يرتكز عليها السوق الكفء هو أن تعكس أسعار تداول أسهم الشركة كافة المعلومات المتاحة في السوق سواء الماضية أو الحالية أو المستقبلية.

وبالتالي فمن الطبيعي أن يكون لدى المستثمرين رغبة في معرفة نتائج الشركة التي قاموا باستثمار أموالهم فيها ولذلك يعتبر انعقاد الجمعية العامة التي ينص عليها القانون فرصة للمستثمرين للتعبير عن آرائهم في الطريقة التي تدار بها الشركة بما يمكنهم من ممارسة جزء من الرقابة الذاتية على إدارة الشركة.

❖ بعض الاستعدادات قبل طرح ملكية الشركة للجمهور:

من الضروري أن تدرك إدارة الشركة وملاكها (من مؤسسين حاليين محدودين ومعروفين لبعضهم البعض) أن طرح أسهم الشركة للجمهور يعرضهم لمسؤوليات كثيرة تتعدى مسئوليتهم تجاه أنفسهم أو تجاه الأطراف الخارجية مثل البنوك، ومصلحة الضرائب، لأن المستثمرين الجدد سوف يعتمدون بوجه خاص على المعلومات والنتائج التي سوف تنشرها الشركة، ولذلك فإن أي شركة ترغب في أن تصبح شركة مملوكة للجمهور (أي يمتلك جزءاً من أسهم الشركة جمهور غير محدد سلفاً ولا يعرف بعضهم بعضاً) يجب أن تعد نفسها لذلك قبل أن تبدأ في اتخاذ إجراءات الطرح، ويجب أن تتوخى الشركة الحذر في أوجه استثمارها لأموالها وذلك من خلال الابتعاد قدر الإمكان عن مجالات الاستثمار التي تتسم بالمخاطرة العالية، وأن تلتزم بممارسات حوكمة الشركات (**Good Practices governance corporate**) وكذلك وجود هيكل إداري مناسب وقادر على تنفيذ إستراتيجية وسياسات الشركة.

كما يجب على إدارة الشركة وملاكها التوجه أولاً إلى أحد الخبراء في مجال الأوراق المالية (بنوك الاستثمار، المستشارون القانونيون والماليون وشركات السمسرة، وكلاء القيد المعتمدين بالبورصة) لمساعدتهم على فهم الهدف من القيد والعائد الذي يعود على الشركة وعلى ملاكها عند قيد أسهم الشركة بالبورصة، كذلك تعريفهم بحقوق والتزامات الشركة تجاه البورصة والمساهمين بعد قيد أسهم الشركة. (مثال: تكوين إدارة علاقات المستثمرين).

وعلى ذلك فإنه يجب على إدارة الشركة وملاكها إدراك أن على الشركة تعيين مسئول اتصال يكون ممثل للشركة لدى البورصة وتتلخص مسئوليته في الرد على الاستفسارات والاستجابة لمتطلبات البورصة اليومية، ولذلك فإنه يلزم أن يكون مسئول الاتصال أحد المديرين بالشركة وأن يكون ملماً بكافة المعلومات التي قد تؤثر على تداول أسهم الشركة.

❖ أنواع جداول القيد:

طبقاً لقواعد القيد الجديدة، هناك أربعة جداول للقيد وهي كالتالي: الجدول الرسمي (١) و (٢) والجدول غير الرسمي (١) و(٢) ولكل جدول شروط مختلفة للقيد.

يتم قيد الأوراق المالية بالجدول الرسمي (١) إذا توافرت الشروط التالية:

- ألا يقل ما يطرح من الأسهم أو السندات أو الصكوك أو وثائق الاستثمار للاكتتاب العام أو الطرح العام أو الخاص عن ٣٠٪ من إجمالي الأسهم أو السندات أو الصكوك أو وثائق الاستثمار للشركة المصدرة.
- ألا يقل عدد المكتتبين في الأسهم أو السندات أو الصكوك أو وثائق الاستثمار المطروحة عن ١٥٠ مكتتب ولو كانوا من غير المصريين.
- أن تكون الشركة مصدرة الورقة المالية قد أصدرت على الأقل القوائم المالية لثلاثة أعوام.
- ألا يقل رأس المال المصدر عن (٢٠) مليون جنيه مصري مدفوع بالكامل.
- ألا يقل صافي الربح قبل خصم الضرائب عن آخر سنة مالية تسبق طلب القيد عن ٥٪ من رأس المال المدفوع.
- ألا تقل حقوق المساهمين عن المدفوع من رأس المال المصدر للشركة مصدرة الورقة المالية للسنة المالية السابقة على طلب القيد.
- ألا يقل عدد الأسهم المصدرة والمطلوب قيدها عن ٢ مليون سهم.
- **تقيد بالجدول الرسمي (٢) الأوراق المالية التالية:**
- الأوراق المالية التي تصدرها الدولة وتطرح بالكامل للاكتتاب العام أياً كان عدد المكتتبين فيه.
- الأسهم والأوراق المالية الأخرى التي تصدرها شركات القطاع العام وشركات قطاع الأعمال العام ولا يشترط طرحها في اكتتاب عام أو توافر عدد معين من المكتتبين.

- أن تكون الشركة مصدرة الورقة المالية قد أصدرت على الأقل القوائم المالية لثلاثة أعوام.
- ألا يقل رأس المال المصدر عن (٢٠) مليون جنيه مصري مدفوع بالكامل.
- ألا يقل صافي الربح قبل خصم الضرائب عن آخر سنة مالية تسبق طلب القيد عن ٥٪ من رأس المال المدفوع.
- ألا تقل حقوق المساهمين عن المدفوع من رأس المال المصدر للشركة مصدرة الورقة المالية عن السنتين الماليتين السابقتين.
- ألا يقل عدد الأسهم المصدرة والمطلوب قيدها عن ٢ مليون سهم.

يتم قيد الأوراق المالية بالجدول غير الرسمي (١) إذا ما توافرت الشروط التالية:

- ألا تقل الأوراق المالية المطروحة في الاكتتاب أو الطرح العام أو الطرح الخاص عن ١٠٪ من مجموع الأوراق المالية المصدرة.
- ألا يقل عدد المكتتبين في الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب العام أو الطرح الخاص عن ٥٠ مكتتب أو مساهم.
- أن تكون الشركة مصدرة الورقة المالية قد أصدرت القوائم المالية عن سنتين ماليتين كاملتين على الأقل.
- ألا يقل رأس المال المصدر عن ١٠ مليون جنيه مصري مدفوع بالكامل
- ألا يقل صافي الربح قبل خصم الضرائب عن آخر سنة مالية تسبق طلب القيد عن ٥٪ من رأس المال المدفوع.
- ألا تقل حقوق المساهمين عن المدفوع من رأس المال المصدر للشركة مصدرة الورقة المالية للسنة السابقة على طلب القيد.
- ألا يقل عدد الأسهم المطلوب قيدها عن ١ مليون سهم.

يتم قيد الأوراق المالية بالجدول غير الرسمي (٢) إذا لم يتوافر فيها شرط أو أكثر من قواعد القيد واستمراره في الجداول الرسمية (١)، (٢) أو الجدول غير الرسمي (١) متى توافرت فيها المعايير المالية التالية:

- أن تكون الشركة مصدرة الورقة المالية قد أصدرت على الأقل القوائم المالية لسنة مالية كاملة.
- ألا تقل حقوق المساهمين من واقع القوائم المالية للسنة السابقة لتاريخ طلب القيد عن رأس المال المدفوع.
- ألا يقل عدد الأسهم المطلوب قيدها عن ٥٠٠ ألف سهم.
- ألا يقل رأس المال المصدر عن ٥ مليون جنيه مصري مدفوعة بالكامل.

شروط إضافية خاصة بالأوراق المالية الأجنبية التي تقيد بالجداول غير الرسمية:

١. أن تكون الأوراق المالية مقيدة في إحدى البورصات الأجنبية التي تخضع لإشراف جهة رقابية تماثل الهيئة العامة لسوق المال.
٢. أن تكون العملة الصادرة بها قابلة للتحويل للجنيه المصري.
٣. الالتزام بإعداد ومراجعة القوائم المالية طبقاً لمعايير محاسبية وقواعد مراجعة مقبولة دولياً.
٤. الالتزام بنشر القوائم المالية ومرفقاتها بإحدى الصحف الصباحية واسعة الانتشار في مصر خلال شهر من اعتمادها من سلطة الاعتماد التي بها مقر الشركة، وكذلك نشر القوائم المالية الدورية في النشرة الدورية للبورصة.

مزايا القيد:

تحرص الشركات على القيد بالبورصة لتتمتع بالمزايا الآتية:

١- إمكانية زيادة رأس المال:

يمكن للشركات المقيدة بالبورصة أن تقوم بتمويل المشاريع التوسعية من خلال مصادر مختلفة من التمويل، حيث يمكن للشركات المقيدة أن تقوم بزيادة رأس مالها عن طريق توسيع قاعدة الملكية وطرح أسهمها للجمهور على المستوى المحلي(بورصتي القاهرة والإسكندرية) وعلى المستوى الدولي من خلال إصدار شهادات إيداع دولية(**GDRs**) يتم التداول عليها في بعض البورصات العالمية أو عن

طريق الاقتراض من الجمهور بطرح سندات محلية تتداول محلياً أو سندات دولاريه تتداول في بعض من البورصات العالمية.

٢- خلق سوق تداول لأسهم الشركات:

عندما تقيد الشركات وتطرح أسهمها في البورصة يتم تداول الأسهم بين المساهمين وهذا يؤدي إلى خلق سوق تداول ثانوي وإلى خلق سيولة في نقل ملكية الشركات مما يتيح الفرصة للمساهمين لتحقيق أرباح رأسمالية نتيجة لارتفاع قيمة أسهم الشركة.

٣- إعلام مزيد من الجمهور بالشركة:

تقوم الجهات الإعلامية المختلفة مثل الصحف والبرامج الإخبارية والمحللين بمتابعة أخبار الشركات الأكثر تداولاً(نشاطاً) بالبورصة وتعود هذه التغطية الإعلامية على الشركات بالنفع حيث أنها تزيد من تعريف المساهمين والمستثمرين بالشركة ونشاطها.

٤- زيادة ثقة المتعاملين:

عندما يتم قيد أسهم الشركات بالبورصة يدرك كل من المتعاملين مع هذه الشركات (بنوك، مساهمون، موردون..الخ). أنها تخضع إلى قواعد قيد صارمة حيث يجب على الشركات المقيدة أن تلتزم بممارسات حوكمة الشركات وبالإفصاح عن أية معلومات خاصة بنشاط الشركة التي قد يكون لها تأثير ايجابي على سعر السهم مما يزيد من ثقة المتعاملين معها وزيادة إقبال الغير للتعامل معها.

وقد تتعرض أسعار أسهم بعض الشركات المقيدة بالبورصة لظروف السوق المختلفة التي قد تكون خارج نطاق تحكم الشركة مثل قلة سيولة التداول أو تعرض الشركة لبعض الشائعات.

٥- المشاركة في الإدارة:

عندما تقيد أسهم الشركات بالبورصة وتطرح للجمهور العام قد تفقد الإدارة بعض من سلطتها في إدارة الشركة لأنه يجب على الإدارة الأخذ في الاعتبار أراء المساهمين عند اتخاذ أية قرارات قد تؤثر على نشاط ومستقبل الشركة.

وكلاء القيد:

نظراً لما تضمنته قواعد القيد الجديدة من أحكام جديدة نتج عنها مستندات وإجراءات إضافية مطلوبة من الشركات طالبة القيد لأول مرة وكذلك من الشركات المقيدة لتوقيف أوضاع قيدها أو للمحافظة على استمرار القيد، وهذه الالتزامات تهدف إدارة البورصة للتأكد من قيام إدارة الشركة بالالتزام بها بما يضمن انسياب المعلومات من الشركات المقيدة بالسهولة وبالدقة وفي التوقيت المناسب، ولذلك كانت هناك الحاجة إلى دور وكيل القيد المسجل بالبورصة لما له من دور حيوي ومؤثر.

الهدف من وجود وكيل للقيد للشركات طالبة القيد:

١. تحقيق السرعة والسهولة في إنهاء إجراءات القيد.
٢. تحقيق قدر من الثقة في مستندات القيد المقدمة.
٣. التأكد على حد ما من قيام الشركة المقيدة باتخاذ الإجراءات التي تمكنها من تنفيذ التزامات استمرار القيد.
٤. تحقيق الجدية في عملية القيد وصولاً لقيد الشركات ذات الجودة العالية.
٥. في حالة عقد البورصة لأي دورات تدريبية مرتبطة بقيد الأوراق المالية يكون لوكيل القيد المعتمد أولوية الحضور لهذه الدورات.

شروط تسجيل وكلاء القيد:

١. أن يكون أحد مكاتب المحاسبة أو المراجعة أو شركات الاستشارات أو مكاتب المحاماة أو الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أو البنوك أو غيرهم.
٢. أن يكون له مقر محدد.
٣. أن تتوافر لديه الخبرة الفنية والقانونية المناسبة.
٤. أن تعمل هذه المكاتب باستقلالية عن الشركات المصدرة.

٥. أن يقدم تقرير سنوي للبورصة عن نشاطه في مجال قيد الأوراق المالية.

٦. أنه يحق لإدارة البورصة إضافة أي شروط أخرى لتسجيل وكلاء القيد ، كذلك يحق لها شطب أي منهم من سجلاتها في حالة وجود أية مخالفات صادرة منه أو إخلاله بالالتزامات التي عليه أو عدم سداده مقابل الاشتراك السنوي.

٧. أنه يحق للبورصة رفض قبول أي وكيل قيد وذلك لأسباب ترى إنها تمنع تسجيله في البورصة.

حوكمة الشركات:

هي عبارة عن مجموعة من الأسس والممارسات التي تطبق على الشركات المملوكة لقاعدة عريضة من المستثمرين والتي تتبعها إدارة الشركة ، وتتضمن الحقوق والواجبات لكافة المتعاملين مع الشركة مثل مجلس الإدارة والمساهمين والدائنين والبنوك والموردين.. الخ والتي تظهر من خلال النظم واللوائح الداخلية التي تطبق في الشركة والتي تحكم اتخاذ أي قرار قد يؤثر على مصلحة الشركة.

وتوفر حوكمة الشركات الإطار التنظيمي الذي يمكن من خلاله للشركة أن تحدد أهدافها وتحدد أيضاً كيفية تحقيق هذه الأهداف.

وتقوم تلك القواعد بتحديد ما يلي:

- كيفية اتخاذ القرارات.
- الشفافية والإفصاح في تلك القرارات.
- السلطة والمسؤولية للمديرين والعاملين بالشركة.
- المعلومات التي يتم الإفصاح عنها للمستثمرين.
- حماية حقوق صغار المساهمين.

أهداف قواعد حوكمة الشركات:

- ضمان مراجعة الأداء المالي وتخصيص أموال الشركة ومدى الالتزام بالقانون والإشراف على مسؤولية الشركة الاجتماعية في ضوء قواعد الحوكمة الرشيدة.
- ضمان وجود هياكل إدارية تمكن من قابلية محاسبة إدارة الشركة أمام مساهميها.
- وجود المراقبة المستقلة(من غير العاملين بالشركة) على المديرين والمحاسبين وصولاً إلى قوائم مالية ختامية على أسس ومبادئ محاسبية عالية الجودة.
- وجود المعاملة العادلة والمتساوية لجميع المساهمين خاصة لو كان هناك مساهمون مسيطرون على الشركة.
- الكفاءة والشفافية بما يسمح بالرقابة على الشركة.
- التأكد من الإفصاح عن النتائج المادية أو نتائج نشاط الشركة وعوامل المخاطرة المتوقعة والصفقات التي تعقد مع أطراف أخرى وأية ترتيبات تمكن مساهمين بعينهم من الحصول على سيطرة لا تتناسب مع ملكيتهم في رأس المال وأية معلومات عن أعضاء مجلس الإدارة وكبار المديرين التنفيذيين وما يحصلون عليه من مكافآت والمعلومات التي تصف هياكل قواعد إدارة الشركة وسياستها.
- إمكانية اللجوء إلى التشريع والقوانين في حالة حدوث مخالفة لمبادئ العدالة في المعاملات.
- التأكد من قدرة المساهمين على ممارسة سلطتهم بالتدخل في حالة ظهور المشاكل، ومساندة جهود الإدارة على المدى الطويل.

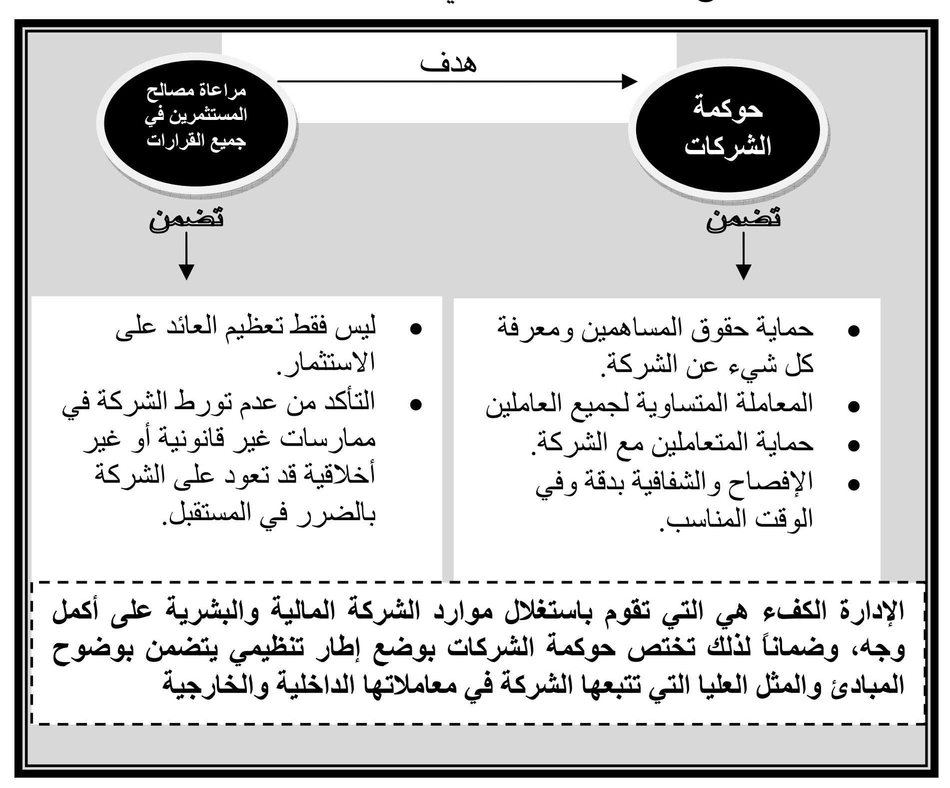
قواعد القيد وقواعد حوكمة الشركات:

حماية حقوق المساهمين والمتعاملين مع الشركة مثل الدائنين، الموردين والبنوك.

- الإفصاح عن الأحداث الجوهرية.
- الإفصاح عن تفاصيل أية عقود أو اتفاقات قائمة عند القيد.
- عدم الإفصاح عن أية معلومات قبل إبلاغ البورصة.

مسؤوليات مجلس الإدارة:

- الإفصاح عن أسماء مجلس الإدارة.
- السيرة الذاتية.
- الإجراءات الداخلية لتعامل أعضاء مجلس الإدارة.
- الإفصاح عن الهيكل التنظيمي.



- معايير المحاسبة والمراجعة:

إعداد القوائم وفقاً لمعايير المحاسبية.

وجود لجنة المراجعة.

❖ استمرارية القيد:

لكي تحافظ الشركات على استمرارية قيد أوراقها المالية بالبورصة يجب عليها أن تتبع ممارسات وإجراءات الإفصاح والإعلان عن الأحداث الجوهرية، لذلك تلتزم الشركة المقيدة بالآتي:

الالتزام بالإفصاح اللحظي عن أية معلومات قد تؤثر على سعر السهم/ السند أو على القرارات الاستثمارية.

التأكد من الإعلان ونشر الميزانيات المالية للشركات التي يتم إعدادها طبقاً للمعايير المحاسبية- دورياً وبصورة منتظمة.

تزويد البورصة بمعلومات وقتية لإتاحة الفرصة للبورصة لتقوم بدورها بفاعلية للحفاظ على سوق تداول عادل ومنظم للأوراق المالية عن طريق منع أي ممارسات غير مقبولة.

إبلاغ البورصة بأي تغيرات تحدث للشركة (مثال: التغير في هيكل الملكية، الأرباح والخسائر، استثمارات الشركة.. الخ).

عدم نشر بيانات أو أنباء لا تبررها التطورات الجارية في نشاط الشركة والتنبؤات والتقارير المبالغ فيها،واستخدام الألفاظ الرنانة التي تعمل على تضليل المستثمرين وحدوث تحركات سعريه غير صحيحة.

عدم الإفصاح عن أية بيانات أو معلومات بصفة خاصة إلى المحللين الماليين أو المؤسسات المالية أو أية أطراف أخرى قبل أن يتم الإفصاح عنها في السوق.

تعيين مسؤول للعلاقات مع المستثمرين(في مستوى مدير رئيسي على الأقل) يكون مسؤولاً عن الاتصال بالبورصة والرد على الاستفسارات من المساهمين كما يقوم بتوزيع النشرات الدورية عن الشركة متضمنة المعلومات والاستفسارات التي تتطلبها البورصة.

إرسال ملخص معتمد من رئيس مجلس إداراتها بقرارات اجتماعات الجمعيات العامة العادية والغير العادية إلى البورصة في اليوم التالي لانعقادها على أن ترسل محاضر الاجتماعات بعد اعتمادها من الجهات المختصة.

الالتزام بدفع مصاريف القيد السنوية في موعدها كل عام.

❖ العوامل التي تؤثر في متطلبات الإفصاح لاستمرار القيد:

تشتت ملكية الأسهم: كلما زادت درجة التشتت في ملكية الأسهم بين عدد كبير من المساهمين في الشركات المقيدة كلما زادت درجة التفضيل لمستويات دقيقة من متطلبات الإفصاح.

نشاط سوق الأوراق المالية: كلما زاد نشاط سوق الأوراق المالية (ويقاس هذا النشاط بعدد الصفقات اليومية وكمية الأسهم التي يتم التعامل عليها) كلما زادت درجة التفضيل لمستويات دقيقة من الإفصاح.

حجم سوق الأوراق المالية: كلما زاد حجم سوق الأوراق المالية (ويقاس بعدد الشركات التي تتداول أسهمها أخذاً في الاعتبار نسبة التداول الحر)، كلما زادت درجة التفضيل لمستويات دقيقة من الإفصاح.

درجة التطور الاقتصادي: كلما زاد نصيب الفرد من إجمالي الناتج القومي(الذي يعكس زيادة درجة التطور الاقتصادي) كلما زادت درجة التفضيل لمستويات دقيقة من الإفصاح.

❖ شروط مرتبطة بمسئولي علاقات المستثمرين:

إن العلاقات الجيدة مع جمهور المستثمرين والمساهمين والمحللين هي الركيزة الأساسية لأداء سهم الشركة بالبورصة. حيث يلزم الشركة أن توفر كافة الموارد اللازمة لتدعيم العلاقات القوية مع المستثمرين حتى تستطيع أعمال الشركة أن تجنى الحد الأقصى لمزايا قيدها في البورصة.

❖ مفهوم علاقات المستثمرين:

هي نشاط تسويقي للشركة يعمل على توحيد الجهود للاتصال مع المستثمرين سواءً الحاليين أو المرتقبين لتوفير صورة دقيقة عن أداء الشركة الحالي وتوقعات أدائها المستقبلي. وترتكز على إمداد السوق بالمعلومات الدقيقة عن الأداء الحالي وتوقعات الأداء المستقبلي وقياس رد فعل السوق تجاه هذه المعلومات.

❖ مبادئ التطبيق الأمثل لعلاقات المستثمرين:

عدالة وحيادية الإفصاح وضرورة الالتزام بقواعد البورصة.

الشفافية والأمانة والانفتاح.

إدارة التوقعات بشأن مستقبل الشركة.

العلاقات الجيدة مع الجمهور.

التواصل المستمر.

❖ الشطب وإيقاف التعامل:

يعتبر قيد الشركات بالبورصة على أساس التزام الشركة بقواعد القيد ووصولاً إلى سوق أوراق مالية متوازن وعادل،وعلى ذلك فإنه يحق للبورصة حماية للمستثمرين الحاليين والجدد وبصفة عامة حفاظاً على مصالحهم، باتخاذ قرار بإيقاف التعامل على أسهم الشركات المخالفة وقد يمتد الأمر إذا استمرت هذه الشركات في ارتكاب المخالفات ولم تعدل أوضاعها إلى صدور قرار بشطب قيد أسهم الشركة من البورصة.

❖ أحكام الشطب:

يتم شطب الأوراق المالية المقيدة للشركات في الحالات التالية:

إذا تبين أن القيد تم على أساس بيانات غير صحيحة تؤثر في سلامة القيد.

إذا لم تلتزم الشركة بالإفصاح وفقا لأحكام القيد بعد انقضاء شهر من تاريخ إخطارها من قبل البورصة بذلك.

إذا لم تتوافق القوائم المالية للشركة عن عامين متتاليين بعد القيد مع المعايير المالية الواردة في قواعد القيد.

يشطب قيد الأوراق المالية الأجنبية إذا تم شطبها من البورصة المقيدة بها بالخارج وكذلك إذا لم توف بأي من التزاماتها المنصوص عليها بموجب قواعد القيد.

للشركة طلب شطب أوراقها المالية من البوصة بشرط مواقفه جميعتها العامة أو مجلس إدارتها في حالة تفويضه بذلك من الجمعية العامة.

- إيقاف التعامل:

يتم إيقاف التعامل على أسهم الشركة بقرار من رئيس البورصة في الحالات التي تتضمن مساساً باستقرار التعامل بالسوق وعلى الأخص في الحالات التالية:

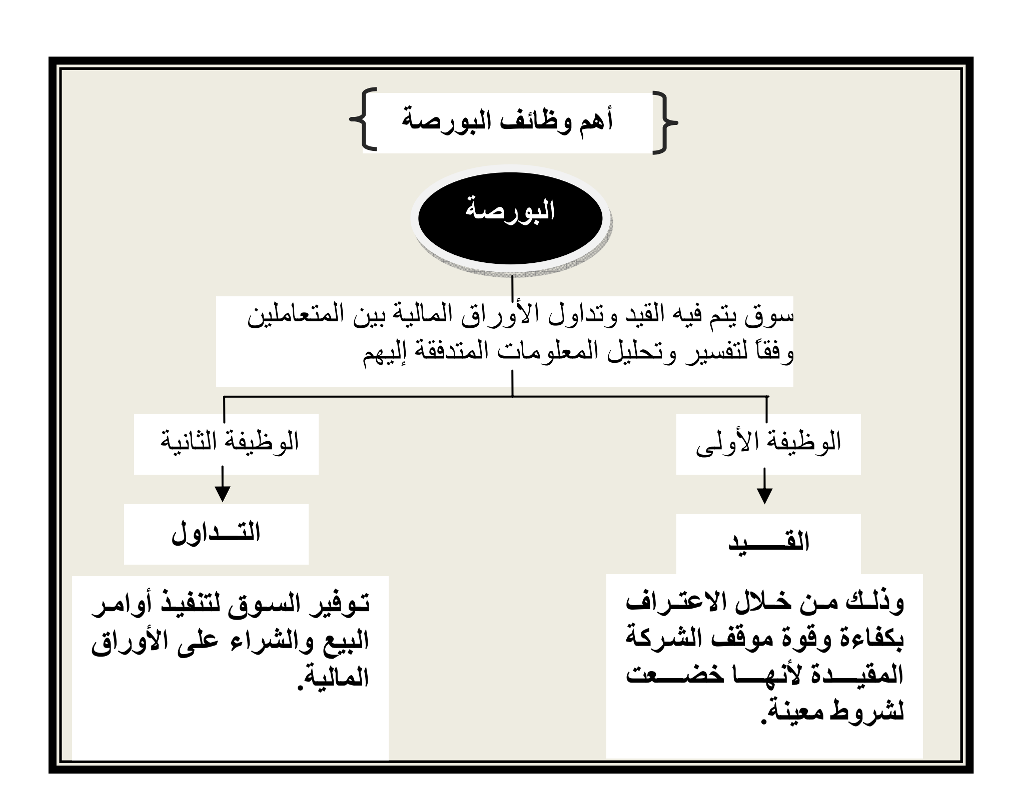
حدوث شائعات في السوق كان من المتعين تأييدها أو نفيها بواسطة الشركة.

عدم وجود توازن بين قوى العرض والطلب في السوق.

عدم الالتزام بالقواعد الخاصة بتوزيعات الأرباح.

مخالفة الشركة لأية قاعدة من قواعد القيد بالبورصة.

للشركة طلب إيقاف التعامل على أوراقها المالية في حالة تحقيق حدث أو توفر معلومات هامة تتطلب الإفصاح الفوري.


أهم وظائف البورصة
البورصة
سوق يتم فيه القيد وتداول الأوراق المالية بين المتعاملين وفقاً لتفسير وتحليل المعلومات المتدفقة إليهم
الوظيفة الأولى
الوظيفة الثانية
القـــيد
التـــداول
وذلـك مـن خـلال الاعتـراف بكفاءة وقوة موقف الشركة المقيـــدة لأنهـــا خضـــعت لشروط معينة.
توفير السوق لتنفيذ أوامر البيع والشراء على الأوراق المالية.

الفصل العاشر

من هم السماسرة والوسطاء العاملون في البورصة؟

"إذا قمت بالشراء، استخدم عينيك ولا تستخدم أذنيك"

مثل تشيكي

لا يجوز التعامل في البورصة إلا من خلال سماسرة الأوراق المالية، ومهنة السمسرة مهنة قانونية قائمة بذاتها، وهي حرفة يحترفها خبراء، تَّم اختبارهم، وتسجيلهم ومنحهم إجازة وحق التعامل في البورصة، وبالتالي فإنه لا يجوز لغير السماسرة المقيدين بالبورصة التعامل فيها. فالسمسار الذي تتم الصفقة عن طريقه هو ضامن لإتمام عملية البيع والشراء وسلامتها وقانونيتها واستيفائها لكافة الشروط والأركان.

أولاً ـ السمسار:

- **من هو السمسار؟**

فالسمسار هو" شركة سمسرة" تقوم بعقد عمليات بيع الأوراق المالية وشرائها لصالح العميل، أي المستثمر. وبالتالي فهذه الشركة تعمل كوسيط في بيع أو شراء الأسهم والسندات ووثائق الاستثمار وغيرها من الأوراق المتداولة.. وفقاً للقواعد والقوانين الحاكمة للعمل في البورصة.

- **أنواع السماسرة:**

تنقسم جميع الشركات العاملة في مجال سمسرة الأوراق المالية إلى نوعين:

١- شركات العضوية الكاملة:

ويشترط تحقق بعض المتطلبات والشروط(مثل صافي أصولها وكفاءتها المالية...) لكي تستطيع تنفيذ عمليات البيع والشراء والمقاصة والتسوية إما لصالحها هي أو بالنيابة عن عملائها.

وتستطيع هذه الشركات كذلك تقديم بعض التسهيلات الائتمانية(أي القروض) لعملائها إذا رغبوا الاستثمار بطريقة الشراء الهامشي أو " الشراء بالمار جن".

٢ـ شركات الوساطة:

وكما يتضح من اسمها فهي تقوم بدور الوسيط في عمليات البيع والشراء بالنيابة عن عملائها.

ولا تستطيع هذه الشركات القيام بعمليات التسوية والمقاصة أو تقديم التسهيلات الائتمانية لعملائها حيث يقتصر ذلك على شركات العضوية الكاملة.

- **كيف يمكن اختيار السمسار؟**

هنا يجب أن تتوافر في السمسار بعض الصفات الشخصية والمؤهلات، ومنها:

الشعور بالراحة عند الحديث معه.

ألا يقوم بالضغط عليك.

الاهتمام بآرائك.

يحاول قدر الإمكان مساعدتك على تفهم الأمور الاستثمارية.

أن يكون معتمداً.

كيفية المفاضلة بين السمسارين:

عندما تصل إلى مرحلة المفاضلة بين سمسارين أو أكثر.. عليك أن تطلب من

كلّ منهم الكتيب الخاص به والذي يعرض البدائل والاستراتيجيات الاستثمارية التي تقدمها شركته... ويذكر بالتفصيل كافة الخدمات التي تقدمها الشركة وكافة التوصيات التي قامت بها هذه الشركة في السنوات الماضية... كما يوضّح نسب العمولات التي تحصل عليها الشركة من العملاء.

مع العلم..

بأن هذه النسب تتوقف على إجمالي كميات الأوراق المالية التي قامت الشركة بتنفيذ عمليات شرائها أو بيعها... وعلى أسعار الأسهم..

يمكنك المفاوضة والفصال في تلك النسب مع شركة السمسرة.

- **كيفية فتح حساب جديد لدى السمسار:**

أن تقوم بتوقيع اتفاقية مع شركة السمسرة: لتؤكد على بعض النقاط المهمة في حسابك لدى هذه الشركة...مثل:

بيانات الشخصية، كالاسم والعنوان ورقم التليفون والسن ورقم بطاقتك الشخصية ومكان عملك وخبراتك السابقة والأصول التي تملكها (عقارات أموال...الخ) ودخلك السنوي.

وأهدافك الاستثمارية ونسبة المخاطر التي تستطيع تحملها.

ووفقاً لتعليمات البورصة... يجب على السمسار أن يبذل دائماً العناية المهنية اللازمة في التعامل مع المستثمر... سواء في فتح حساب جديد، أو في متابعة الحساب بشكل عام. كما ينبغي عليه أن "يعرف عميله".

حسابات التفويض: وكما هو واضح من اسمها فهذه الحسابات تمنح للسمسار جميع صلاحيات البيع والشراء... دون الرجوع للعميل صاحب هذا الحساب.

قد يقوم بعض السماسرة بإساءة استغلال هذه الحسابات بغرض الحصول على عمولات أكثر في البيع والشراء... ولهذا ترفض كثير من شركات السمسرة فتح هذا النوع من الحسابات، وتقصرها على كبار موظفيها فقط...لتجنب ما قد تتعرض له من مشاكل مع عملائها.. ولاحظ:

أن حسابات التفويض تحتاج إلى موافقة كتابية من العميل بمنح المنفّذ السلطة الكاملة في التصرف..

أما الحسابات العامة، فيمكن فيها تبليغ بعض الأوامر الشفهية للسمسار.. مثل قيامه بالتنفيذ بأفضل سعر أو في أفضل وقت.

وبجدر بالذكر هنا.. أن القانون يلزم مدير الرقابة الداخلية في شركة السمسرة أن يقوم بمراجعة حسابات التفويض مراجعة دقيقة لضمان عدم إساءة السمسار المنفّذ لاستخدامها..

وبالنسبة لك كعميل....

عليك توخي الحذر دائماً عند إصدارك للأوامر الشفهية لسمسارك المنفذ.

ثانياً ـ الوساطة:

- **ما هو دور الوسيط ؟**

أن الوسيط ليس قاضياً، ولكنه شخص يقوم بمساعدة وإرشاد الطرفين المتنازعين وهدايتهما إلى حل يرضي كل منهما، عن طريق إبراز وتحديد المسائل الهامة وتوضيح المصالح المشتركة للطرفين. فإن دور الوسيط ينحصر فقط في تصفية الخلافات وإزالة سوء التفاهم بين الطرفين، وتقريب وجهات النظر بينهما.

- **من هم الوسطاء؟**

هم أشخاص محايدون ومستقلون تم اختيارهم بعناية ويمثلون مجموعة متنوعة من الخبراء من حيث الثقافة أو المهنة أو الخلفية العامة لكل منهم.

- **إجراءات سير الوساطة:**

١. بدء الوساطة.
٢. اختيار الوسيط.
٣. ما يتم تقديمه للوسيط.
٤. جلسة الوساطة.
٥. مفاوضات التسوية.

- **مزايا الوساطة:**

للوساطة مزايا عديدة منها:

التحكم.

قلة المواجهات.

الاحتفاظ بالخيارات مفتوحة.

سرعة التسوية.

انخفاض التكلفة.

الحفاظ على علاقات العمل.

حلول مبتكرة.

انخفاض درجة المخاطرة.

ويعد السماسرة أو الوسطاء من أهم الفاعلين الرئيسين في البورصات لما لهم من دور شديد الأهمية في تقديم مجموعة الخدمات المتكاملة التي يحتاج إليها المتعاملون في البورصات فهم من أهم صناع السوق وموجهيه ومحفزي التعامل على الأوراق المتداولة في البورصة، بل إن كثيراً ما يكون السمسار هو المحرك الرئيسي النشط لأوراق مالية بذاتها، و بالتالي فهو أحد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة ليس فقط لكونه الوسيط الذي تتم به المعاملات. ولكن أيضاً لما يقوم به من خدمات أخرى ذات طابع خاص يمكن إجمالها بما يلي:

يقدم السمسار النصائح والمشورة والرأي والرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل.. والتعامل على أوراق معينة بذاتها... وموقف أي منها في الحاضر.... واتجاهها في المستقبل...ثم يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية نيابة وباسم العملاء..وإبلاغهم بتطور الأسعار وتقلباتها أولاً بأول تلفونياً أو بأي من وسائل الاتصال المتفق عليها.

الفصل الحادي عشر

الصفقات المالية ببورصة الأوراق المالية

" الرجل الصائب هو الذي يغتنم
الفرصة الوفت ا ناسب"
جوته

تمثل البورصة سواء المنظمة أو غير المنظمة موقعاً لتعامل وحدات العجز والفائض وعبر آليات بيع وشراء وتحديد الأسعار، وتتضمن كما لاحظنا مجموعة من الأعضاء يمارسون دور الوساطة لإتمام تعاملات المستثمرين.

ويصعب القول أن هنالك قواعد نمطية ثابتة لآلية قيام الوسطاء بانجاز تعاملات المستثمرين في الأسواق جميعاً، إلا أن ذلك يمكن تقريبه من خلال توضيح جانبي الأوامر (**Orders**) والتنفيذ (**Executive**) الذين يقوم بهما الوسطاء في السوق المالية (وأحياناً المستثمرون بأنفسهم كما في السوق الرابعة والمتعاملون بشبكات الانترنت لصالحهم أحياناً) لصالح المستثمرين.

الأوامر Orders: وهي طلبات الشراء أو البيع التي يصدرها المستثمرون إلى وكلائهم السماسرة (أو يقومون بها أنفسهم الكترونياً) والتي يجري تنفيذها فيما بعد، لذلك فإن الأوامر تشتمل على ما يأتي:

حجم الطلب: يتضمن الأمر حجم طلبية الشراء أو البيع في الأوراق المالية التي يريدها المستثمر، وتأخذ صورة: طلبية دائرية (**Round Lot**)[1] وتعني عادة مائة

١- وتدعى طلبية غير كسرية .

سهم أو مضاعفاته (٢٠٠ سهم، ٣٠٠ سهم، ...... الخ)، أو طلبية كسرية (صغيرة) (**Odd Lot**) وتعكس أمراً لشراء أو بيع أوراق مالية بعدد يقل عن المائة (**1 .... 99**). أما الطلبيات التي يكون العدد فيها ضمن مضاعفات المائة وأجزاءه فهي مزيج، فمثلاً طلبية شراء **353** سهماً لشركة معينة يعني ثلاث طلبيات غير كسرية (دائرية) وطلبية كسرية (**53**).

وتمنع البورصات المنظمة الكبيرة (**NYSE**) الأوامر بحجوم كسرية، لصغرها فضلاً عن صعوبات حساب الهوامش، ولكن تطور تقنية الحاسوب ساعد على التقليل من أثر ذلك.

المدى الزمني: وتتضمن أوامر المستثمرين على المديات الزمنية التي تمنح للسماسرة لتنفيذ الأمر، حيث أن المستثمرين يحددون الزمن المناسب للتنفيذ وحدوده وبما يتفق مع رؤيتهم الاستثمارية أو استشارة المحللين الماليين، لا سيما وأن تغيير المعلومات خلال الزمن يعد عنصراً حاسماً لصواب القرار الاستثماري، ويأخذ المدى الزمني في أوامر المستثمرين الأنواع الآتية:

أوامر ذات زمن محدد، وهي طلبيات مشروطة بزمن تنفيذ محدد (**Time Limit of Orders**) وقد يكون الزمن يوماً أو أسبوعاً أو شهراً، فمثلاً أمر الشراء المحدد بيوم (**Day's Order**) يظل سارياً حتى ما تبقى من يوم التعامل في البورصة (المنظمة)، أو ما تبقى من اليوم (غير المنظمة) وبالتالي فالسمسار يجب عليه التنفيذ وإلا عد لاغياً بعد ذلك.

أما الأمر لمدة أسبوع (**Week ' s Order**) فينتهي بنهاية أسبوع العمل الذي حدد فيه الأمر، فإذا حدد يوم الأربعاء في فرانكفورت (بورصة ألمانية) فإنه ينتهي في نهاية الأسبوع يوم الجمعة، أما إذا حدد في عمان فينتهي يوم الخميس.

أوامر ذات زمن مفتوح: وتدعى بالأمر المفتوح (**Open Order**) وكذلك بالأمر الساري حتى الإلغاء (**Good Till Cancelled**) (**G T C**)، وهي طلبيات لا حدود زمنية في تنفيذها، حيث تكون سارية حتى يلغيها المستثمر، لذلك فإن بعض

البورصات تطلب تجديد الأوامر كل مدة زمنية معينة منعاً للتداخلات والمشاكل خاصة التحسب لتأثير التغير في المعلومات.

١- هنالك أوامر مرتبطة بالزمن ولكن لها مواصفات خاصة:

أوامر التنفيذ أو الإلغاء FOK (**Fill Or Kill Orders)** وتعني تنفيذ الأمر (شراء أو بيع) فوراً وبخلافه يعد لاغياً.

الأمر الذي يشير إلى تنفيذ الطلبية كلها أو رفضها كلها (**All or None Order**).

الأمر الذي يشير إلى حرية تنفيذ كل أو جزء من الطلبية حال الوصول، والجزء غير القابل للتنفيذ يعد لاغياً (**Immediate or Cancel Order**).

الأمر الذي يعطي حرية التصرف للسمسار في وضع مواصفات (زمن، سعر، كمية) أو حرية التصرف لواحدة منها، لذلك يطلق عليها أمر حر (حسب مقتضى الحال **Discretionary order**).

جـ - - أنواع الأوامر:

يتحدد نوع الأمر الذي ينفذه السمسار (أو ينفذ من قبل المستثمر) بعوامل (الزمن، الحجم، السعر) كما تؤثر فيه آليات الإيقاف والاستمرار للطلبية، لذلك فإن الأوامر تأخذ:

١- أوامر محددة (Limit Orders):

ويعد السعر المحدد من قبل المستثمر هو الأساس في تنفيذ الطلبية من عدمها، لذلك يشار صراحة إلى سعر التنفيذ (**Limit price**) فعند أمر الشراء المحدد، فإن التنفيذ يجري على أساس أقل من سعر التنفيذ المحدد أو مساو له، بينما أمر البيع المحدد فيجري تنفيذه بأعلى من سعر التنفيذ المحدد أو مساوياً له.

لذلك فإن القيام بالتنفيذ من قبل السمسار يرتبط بإعلان سعر يتناسب مع السعر المحدد (الشراء أو البيع)، وفي مثل هذه الأوامر لا بد من وجود حدود زمنية، ويمكن للسمسار اللجوء إلى متخصص لتلبية الطلب، أو أن يسجل طلبه لديه للتنفيذ

عند الوصول إلى سعر أقل أو مساوي لسعر الشراء المحدد أو سعر أعلى أو مساوي في حالة البيع.

نخلص إلى أن الأمر المحدد يتضمن السقف السعري (Price Ceal) للشراء، والبيع وبالتالي فإن التأكد من التنفيذ ليس ضرورة كما سيلاحظ في أوامر السوق، والأوامر المحددة قد تتلاءم ورغبة المستثمر، إلا أنها قد تبتعد عن الظروف التي يمر بها السوق إذا لم تستند إلى مؤشرات مؤكدة نسبياً.

مثال:

يرغب مدير محطة استثمارية شراء أسهم لشركة (A) لتنويع محفظته، فأصدر أمراً لسمساره الوكيل بشراء **1000** سهم بسعر **20** ل.س للسهم، وكان السعر المعروض لهذا السهم **23** ل.س لذلك لا يتوقع التنفيذ لوجود الفجوة بين سعر البيع السوقي وسعر الشراء المحدد.

٢- أوامر السوق (Market Orders):

وتعد الأوامر الأكثر شيوعاً في التعاملات، حيث يطلب من السمسار بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية بأفضل سعر، وبأسرع وقت ممكن (أقل الأسعار عند الشراء، وأعلى الأسعار عند البيع)، وغالباً ما يكون المستثمر متأكداً من تنفيذ العملية، طالما توجد مرونة للتنفيذ، وحسب إعلانات السوق المستثمرة، لذلك فهذا الأمر يكون أمر يومي (Day order) ومثل هذه الأوامر قد تنفذ بسرعة إلا أن نتائجها قد لا تتناسب مع رغبات المستثمر، وينخفض مثل هذا التأثر في ظل كفاءة عالية للسوق، وتوافر المعلومات التي تقلل من انحراف العائد المتوقع عن العائد السوقي الذي تحققه قرارات الشراء والبيع في البورصة.

٣- أوامر الإيقاف Stop Orders:

وتدعى أيضاً بأوامر إيقاف الخسارة (Stop – loss) ويتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشابهاً بذلك للأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه (صعوداً أو هبوطاً) مختلفاً بذلك

عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين ويأخذ أمر الإيقاف الشكلين التاليين:

- **أمر إيقاف (شراء، بيع) غير محدد Stop Open Order:**

بعد تحديد سعر الإيقاف ووصول الورقة المالية إليه لا بد من التنفيذ حتى وإن تعداه، ففي حالة أمر الإيقاف الخاص بالبيع (**Stop Open Order**) لا بد للسمسار من تنفيذ الأمر عند وصول السعر إلى السعر المحدد للإيقاف أو انخفض عنه، بينما في حالة أمر إيقاف الشراء (**Stop – Buy order**) لا بد من التنفيذ عند وصول السعر إلى ما هو محدد للإيقاف أو أعلى منه.

مثال:

اشترى مستثمر (**1000**) سهم بسعر (**50**) ل.س للسهم قبل شهر، أما السعر السائد حالياً فهو (**55**) ل.س لأسهمه، ويتوقع المستثمر هبوط السعر فيصدر أمراً بالبيع إذا وصل السهم إلى (**52**) ل.س، وفي حالة عدم التمكن من إتمام الصفقة أو جميعها عند هذا السعر يظل لزاماً عليه التنفيذ عند أي سعر يمكنه اللحاق به في السوق، ولو كان أدنى من (**52**) ل.س، لذلك يتحول أمر الإيقاف من أمر محدد **52** إلى أمر سوق واجب التنفيذ حسب ما هو سائد.

مثال:

يرغب مستثمر شراء (**1000**) سهم لشركة (**B**) يتوقع لها النجاح في نشاطها، فلو كان السعر السائد سابقاً (**(50** ل.س للسهم وبدأ بالصعود فيصدر المستثمر أمر إيقاف الشراء عند (**52**) ل.س أو تعداه، لذلك لا بد للسمسار بالتنفيذ عند (**52**) ل.س لكل (أو جزء) الطلبية واستكمال لكل (أو جزء) الطلبية عند الاستمرار بالارتفاع.

وبذلك فإن الإيقاف يتشابه مع الأمر المحدد كونه يتضمن حد سعري، لكنه واجب التنفيذ عند تخطيه ذلك، وعندها يشابه الأمر السوقي.

ومن أهم عيوب أمر الإيقاف غير المحدد احتمالية تخطي سعر التنفيذ سعر الإيقاف بكثير مما يسبب مشكلة للمستثمر.

- أمر إيقاف (بيع وشراء) محدد (Stop Limit Order):

وهي أوامر إيقاف تقلل من تأثير ظرف عدم التأكد في سعر التنفيذ عند تجاوزه سعر الإيقاف كما هو في حالة أمر الإيقاف غير المحدد، إذ أن هذا الأمر يتضمن سعرين في الأمر: سعر إيقاف يجري التنفيذ عند الوصول إليه، وسعر محدد لا يجري التنفيذ عند الوصول إليه بعد تجاوز سعر الإيقاف.

مثال:

اشترى مستثمر **2000** سهم بسعر **30** ل.س للسهم وهو يخشى هبوط الأسعار، لذلك يمكن إصدار أمر إيقاف بيع محدد عند سعر (**28 – 27**) ل.س، وهو يعني بيع **1000** سهم عند **28** ل.س إيقاف و **27** ل.س محدد (الأمر معاكس عند أمر إيقاف شراء محدد) لذلك فإن هناك حدوداً لا يجري تجاوزها عند استمرارية السعر في التغير.

وعلى الرغم من تجاوز هذا الأمر لأثر عدم التأكد إلا أن التغيرات السريعة في الأسعار تجعل إتمام الصفقات أكثر صعوبة.

١ - التنفيذ Execution:

على الرغم من صعوبة فصل الأوامر عن التنفيذ للتعاملات في سوق الأوراق المالية، إلا أن الفصل النظري بينهما يساعد في تفهم آلية شراء وبيع الورقة المالية في البورصة.

وسنحاول توضيح عملية التنفيذ في جانبها الإجرائي من خلال مثال افتراضي لتنفيذ أمر سوق وآخر أمر محدد، تمهيداً لتناول تسوية المعاملات وتكاليف العمليات وصيغ الشراء والبيع بالمكشوف.

مثال (أمر سوق):

أراد مستثمر شراء أسهم شركة (**F**) بكمية دائرية (**Round lot**) مقدارها (**200**)، فيتصل بسمساره للاستفسار، والذي يستطيع أيضاً موافاته بالمعلومات مباشرة من خلال الشبكة (وهنالك اشتراكات للدخول على شبكات بعض

الأسـواق أحيانـاً كونهـا منظومـة خاصـة) وتتضـمن هـذه المعلومـات، السـعر الحـالي، وأعلى وأدنى سعر خلال يوم التداول، وسعر آخر صفقة، كذلك أقصى سعر يمكن للمتخصـص (**Specialist**) شـراء السـهم (**(F (Bid Price) F)** وأدنـى سـعر بيـع للمتخصص (**Asked price**) وطالما كـان المطلوب شـراء سـهم معين فإن اللجـوء إلى المتخصص أمر ضروري إلا في حالات وجود أوامر شراء وبيع متقابلة للسهم نفسه.

لو افترضنا أن سعر الشراء من قبل المتخصص (**61**) وللبيع $61\frac{1}{8}$

من السهم (**F**) متناسب مع رغبة المستثمر. فإذا كانت الأسعار مناسبة يصدر المستثمر أمراً للتنفيذ بشراء (**(200** سهم للشركة(**F**) بسعر السوق (**Buy 200 at market**).

بموجب ذلك يقوم السمسار بتسجيل المعلومات ونقلها إلى صالة التداول والاستعانة بسمسار التبادل الذي ينفذ الأمر مع أحد المتخصصين بأسهم الشركة (**F**) وفق الأسعار الموضحة.

لا شك أن اقتراب سعر الشراء والبيع يقلل من فرصة التفاوض ما بين راغبي البيع والشراء، وحتى التفاوض مع المتخصصين، فإذا كانت الفجوة بين (**Bid**) و (**Asked**) كبيرة فإنه يمكن القيام بمزاد (**Auction**) بين عدد من السماسرة بحيث يتم البيع عند سعر واحد أو أكثر يقع بين القيمتين اللتين حددهما المتخصص (**quoted value**) ويدعى بالمزاد الثاني (**Double Auction**) حيث يشارك كل من البائعين والمشترين في المزاد.

وبالعودة إلى مثالنا فإن الفرق منخفض وعندها يصبح المتخصص ممثلاً للبائع ويبيع (**200**) سهم من الشركة (**F**) بسعر $61\frac{1}{8}$ ، لذلك فإن هامش السعر (**Spread**) هو $\frac{1}{8}$ نقطة (أو **12.5** سنت كما في بورصة **NYSE**). إذن كان يمكن أن يأخذ تنفيذ المعاملة مساراً آخر لو وجد سمسار أمر الشراء للسهم (**F**) سمساراً لأمر البيع لذات السهم للوصول إلى سعر أفضل من عرض المتخصصين، ولكن ذلك يتطلب وجود هامش ما بين السعرين قابل لمثل ذلك.

وبمجـرد إتمـام الصـفقة يجـري إبـلاغ المسـتثمر بـذلك رسميـاً، ولا شـك أن تطـور عرض وتدفق المعلومات أضاف بعداً إقليمياً ودولياً على التعامل بالبورصة، وصولاً إلى أفضل العروض ولم يعد ينحصـر في الأسـواق المنظمـة فقـط عنـد تنفيـذ أوامـر الشـراء والبيع.

مثال " أمر محدود ":

أراد مستثمر شراء سهم الشركة (**F**) بسعر (**60**) للسهم وبكمية دائرية (**200**) عنـد مسـتوى الأسـعار في المثـال السـابق، فـإن هـذا السـعر خـارج نطـاق مـدى سـعر (**Bid**، **Asked**) وبالتـالي مـن المتوقـع أن يسـلم هـذا الأمـر إلى المتخصـص لإدراجـه في سجله ومحاولة تنفيذه مستقبلاً.

أمـا إذا كـان أمـر المسـتثمر الشـراء بسـعر $61\frac{1}{8}$ حـداً أقصـى، فعنـد هـذا السـعر يسـتطيع السمسـار الـذهاب إلى مقـر التـداول (**Trading post**) وتنفيـذ أمـر المستثمر، أو يمكـن أن يجد السمسار وكيل (المشتري) سمسـاراً بائعـاً مباشـرة يقبـل البيع بسعر (**61**) ل.س دون المرور بالمتخصص.

٢- تسوية الصفقات:

بالنسـبة لتسـوية المعاملـة بعـد تنفيـذ الأمـر، فهـي محـددة قانونـاً في البورصـات المنظمة (خلال خمسة أيام عمل) حيث يجري تسليم الأوراق المالية للمستثمر واستلام المبلـغ والسمسـار يقـوم بـدوره بتسـوية المعاملـة مـع المتخصـص أيضـاً، وبـذلك يصـبح المستثمر المالك القانوني لـلأوراق محـل الاسـتثمار، مـع الإشـارة إلى أنـه يتم خـلال يـوم التسـوية، (**Settlement Day**) دفـع قيمـة الصـفقة مـن قبـل المسـتثمر مـع العمولـة والرسوم.

والتسوية قـد تكـون نقديـة (**Cash contract**) كمـا هـي موضـحة سـابقاً، وقـد تكون بائتمان بين المستثمر وبين السمسرة أو ما يسمى التعامل بالمكشوف.

أما بالنسبة للاحتفـاظ بـالأوراق الماليـة أو شـهادة ملكيتها **Stocks Certificate** فـيمكن الاحتفـاظ بهـا لـدى المسـتثمر، أو إبقائهـا في بيـت السمسـرة الوكيـل، وقـد

تبقى ملكيتها لصالح بيت السمسرة مسجلة بما يعرف باسم الشارع (**Street Name**) (مصطلحاً يجري التعامل به للدلالة على أن السمسار يمتلك أوراقاً قابلة للتداول والتسويق من قبله)، ومزايا إبقاء الأوراق المالية في شكل (**Street Name**) هو الأمان فضلاً عن قيام بيت السمسرة بانجاز خدمات تحصيل توزيعات الأسهم (**Dividends**)، وفوائد السندات (**Coupons**) فضلاً عن أن هذه الطريقة مناسبة لعمليات الشراء والبيع الهامشي والتي تعد من عمليات تنفيذ للأوامر الشائعة في أسواق الأوراق المالية.

وقد تتحقق التعاملات في السوق بين بيوت السمسرة نفسها (سواء في البورصة المنظمة أو غير المنظمة) وعندها تجري التسوية بواسطة الدفع والقبض النقدي (**Cash Money**) أي تبادل النقود والأوراق المالية بين منشآت السمسرة (**Opposite Side Firms**) أو قد يجري اللجوء إلى خدمات منشآت السمسرة الكبيرة التي تقوم بتصفية حسابات بيوت السمسرة الصغيرة.

كما توجد في الولايات المتحدة مؤسسة فيدرالية متخصصة لتسوية (**National Securities Clearing Corporation**) المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية مشابهة لبيوت المقاصة، وهي تمارس تسوية مقاصة الحسابات الدائنة والمدينة للأعضاء في الاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية (**NASD**) كذلك توجد في **U. S** شركة الائتمان الإيداعي (**(DTC) Depository Trust Company**) والتي تمارس عملية المقاصة لعمليات بيوت السمسرة من خلال إيداع بيوت السمسرة شهادات ملكية أوراقها في هذه الشركة.

لذلك تجري التسوية بين المستثمرين مباشرة أو من خلال بيوت السمسرة، وبالنسبة لمعاملات بيوت السمسرة وهي تعاملات كبيرة فتتم بأشكال نقدية أو بأسلوب المقاصة من خلال بيوت المقاصة (**Clearing House**) المتفق عليها قانوناً، ومرة أخرى أتاح التقدم في أجهزة الحاسوب انجاز التسوية بسهولة وبسرعة.

٣- تكاليف التنفيذ:

لا بد من أخذ تكاليف تنفيذ أوامر البيع والشراء في البورصة بالحسبان عند

الرغبة في التحقق من موقف المستثمر النهائي جراء التنفيذ، ويمكن تقسيم التكاليف إلى:

تكاليف مباشرة: وهي تتضمن تكاليف تنفيذ الأمر بصورة مباشرة.

عمولة السمسرة (**Commission**): وتمثل ما يدفع للسمسار وغالباً ما يجري ذلك بالتفاوض، علماً أنها ترتبط بالعملية المنفذة، وغالباً ما تحدد الأعراف السائدة هذه العمولة لكل صفقة، وكلما ازدادت مرات التعامل انخفضت العمولة.

الخصم على السعر (**Price Concession**) الذي يمنحه المشتري للبائع، ويتوقف على ظروف السوق وتعاملات المشتري والبائع.

الرسوم المستحقة لإدارة البورصة في حالة البورصات المنظمة وبعض رسوم نقل الملكية والتسجيل.

الضريبة على هامش الفرق ما بين سعر الشراء والبيع وتدعى بضرائب صنّاع السوق (المتخصصين والتجار).

ومجموع هذه الفقرات تدعى بتكاليف المعاملات (**Transactions Costs**) وهي تكاليف مباشرة، أما التكاليف المباشرة الأخرى فتشمل فرض بعض الزيادات السعرية في حالة تنفيذ أوامر طلبية كسرية، فضلاً عن فوائد القروض المستخدمة في الاستثمار (فائدة الائتمان عند التنفيذ على المكشوف) بالإضافة إلى الضرائب المفروضة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية التي يحققها على المستثمر.

التكاليف غير المباشرة: وهي تكاليف ترتبط بتوسع الاهتمام بتكلفة الفرصة البديلة (**(Opportunity Cost** والتي تحسب على أساس عائد الفرصة البديلة للاستثمار بالأوراق المالية (أي توجيه الأموال إلى استثمار الفرصة المثل).

وقد يكون حساب الأخيرة صعب نسبياً إلا أن تقديره ممكن، ولا بد أن يأخذ بالحسبان وصولاً إلى التكلفة الحقيقية لتحديد نتائج القرار الاستثماري لصفقة الشراء أو البيع للأسهم، وبذلك فإن مجموع التكاليف المباشرة وغير المباشرة تمثل بمجملها التكاليف الكلية للعملية (**Total Trading Costs**).

الفصل الثاني عشر

السوق النقدية وسوق رأس المال

"إن أول قاعدة الاستثمار هي ألا سر،
وأما القاعدة الثانية فهي ألا تنسى القاعدة الأو "
وورين بافت

يمكن أن نميز داخل أي اقتصاد بين نوعين ﰲ المعاملات المالية، بعضها قصيرة **الأجل**، وبعضها الآخر **طويل الأجل** ولهذا فإن سوق الأوراق المالية تقسم إلى سوقين نقدية أو سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل وسوق رأس المال أو سوق المعاملات الطويلة الأجل.

ويعتبر وجود هذين السوقين ودرجة نموهما وتطورهما انعكاساً لدرجة نمو وتطور النظام الاستثماري والوعي الاستثماري بشكل خاص، ويأتي تأكيد ذلك من خلال ما تقوم به هذه الأسواق من وظائف اقتصادية بالغة الأهمية لها ارتباط كبير بكفاءة وأداء الاقتصاد ككل والقطاعات العاملة فيه لما تحققه من تقارب بين مختلف القطاعات التي تقوم بالاستثمار الحقيقي وتكوين رأس المال والقطاعات التي تخلق الادخار.

سوق رأس المال:

مما لا شك فيه أن المال من الاحتياجات الأساسية ﰲ الحياة اليومية مثل غيرها من الحاجات التي تتمثل ﰲ سلعة أو خدمة، ولعله لا يغيب عن الذهن أن المال هو عصب الحياة لأي منظمة أعمال باعتباره المحرك الأساسي للوظائف والمهام داخل

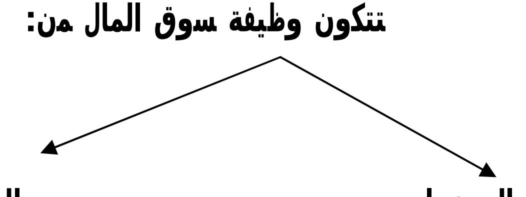
هذه المنظمة، ومن ثم لا بد أن يتوافر المال في الوقت المناسب وأيضاً بالقدر المناسب، ولتلبية هذه الحاجة لا بد من توافر الأسواق المختلفة.

إن وجود سوق المال يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساته المالية والتي تتلخص وظائفها الأساسية في شقين:

الأول: تعبئة المدخرات.

الثاني: توجيه هذه المدخرات أو الموارد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة.

وبطبيعة الحال يتوقف أداء هذه الوظيفة بشقيها على مدى تقدم الاقتصاد القومي ومدى تطور سوق المال.



ولكن كيف يتم تطوير سوق المال؟

يتم التطوير إما من جانب العرض وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات جديدة، أو من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصادياً وسياسياً ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها، وفي البلاد المتقدمة يكفي التطوير من أحد الجانبين حيث أن النسق الاجتماعي والاقتصادي السائد يتكفل بتطوير الجانب الآخر من خلال الاستجابة التلقائية.

أما في البلاد المتخلفة والنامية فإن التطوير لا بد أن يشمل الشقين معاً، فليس هناك جدوى من زيادة العرض دون أن يكون هناك طلباً كافياً ولهذا نجد أن هذه البلاد تسعى لزيادة المدخرات حيث أنها تمثل أهم الموارد الحقيقية للأموال اللازمة لأغراض التنمية.

ومن المعروف أن هذه المدخرات عادة ما تكون متدنية في هذه البلاد ، ومن هنا يظهر دور المؤسسات المالية التي يتكون منها سوق المال والتي ينبغي أن تقوم بدور فعال في تجميع المزيد من المدخرات وما يتبع ذلك من تنشيط سوق المال بصفة عامة ، وسوق الأوراق المالية خاصة.

إذاً ما هو مفهوم سوق المال؟

تعد سوق المال " ميزان حرارة " لقياس الحالة الاقتصادية في بلد ما ، لأنها تبيّن لنا دائماً اتجاه الأسعار لأهم السلع والأوراق المالية والعملات، ارتفاعا وانخفاضاً ، وهي في الحقيقة ليست أداة لتسجيل الأسعار فقط بل مؤشر على فاعلية وحيوية النشاطات الاقتصادية المتعددة.

إن التاريخ المالي يبين أن هناك ثلاثة شروط ضرورية حتى يتمكن بلد ما من امتلاك قوة اقتصادية مالية فعالة[1]:

عملة قوية تخدم القاعدة في التبادل العالمي (وحدة حساب وادخار وتبادل).

اقتصاد مزدهر بشكل كاف بحيث يتمكن المواطنون من شراء الأوراق المالية ، والشركات من طرح قيم أسهم من أفضل مستوى ربحي.

التنظيم المصرفي والسماسرة (الوسطاء) الذين يجب أن يثبتوا قدرتهم على التجديد وأن يستطيعوا المحافظة على ثقة المدخرين.

وتعد سوق المال أحد المرافق المهمة التي تشرف عليها الدولة ، وترعاها بهدف تأمين أفضل إدارة واستخدام لمدخرات المواطنين والمغتربين وكذلك الأجانب (حيث انتشر استخدام أسواق المال الوطنية كأسواق مال عالمية) وتوجيهها نحو الاستثمار الوطني ودعم الخطط التنموية وتوفير التمويل اللازم لها. هذا بالإضافة إلى كونها الجهة المخولة بتنظيم وتأمين حماية المصالح الوطنية ومصالح الأفراد والشركات، وخلق علاقة تعاون وتكامل فيما بين هذه الأطراف.

١- د. سليم الحسنية، مفاهيم معاصرة لتحديث الاقتصاد الوطني، منشورات وزارة الثقافة،٢٠٠٠، سورية، ص ٢٤.

يقول جيليدان (Ge'le'dan، 1991، 88 – 86) إن خصـائص سـوق المـال الجيدة هي[1]:

أن تقدم سيولة عظيمة مع عدد كبير من الصفقات وتنوع في أوراق المال، وأن تقوم بالسهولة، والسرعة في إجراء عمليات البيع والشراء.

أن يكون عدد المتعاملين بالسوق كبيراً جداً، والشركات التي تعرض أسهمها يجب أن تتميز بحجم كاف من عدد الأسهم التي تتمتع بمعدل دوران عال.

سوق المال يجب أن تكون مفتوحة للجميع بوساطة وسائل الاتصال الحديث: تلفون، تلكس، فاكس، شبكة حاسوب، انترنت...... الخ وأن تحقق المساواة التامة بين المتعاملين شراءً أو بيعاً، حسب مبدأ (الذي يصل أولاً يُخدم أولاً) من أجل الأمر نفسه والسعر المعروف نفسه.

الشفافية والوضوح في نشر المعلومات وتوزيعها على جميع الوكلاء، وتجنب الإشاعات والأخبار الكاذبة.

أن يكون لديها نظام تشغيل جيد بحيث تتم عمليات تنفيذ الصفقات وتسليم الأسهم، وفق الشروط التي عقدت فيها وبسرعة وسرية تامتين.

هذا وإن مفهوم سوق المال يتكون من شقين أساسيين هما أسواق رأس المال، وسوق النقد.

مفهوم سوق رأس المال:

سوق رأس المال هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال ويتكون هذا السوق من شكلين هما:

١ - أسواق حاضرة Spot Cash Market:

وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) وأحياناً يطلق عليها أسواق الأوراق المالية (**Security Market**) وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً

١- د. سليم الحسنية، مرجع سبق ذكره، ص٢٦.

عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها. أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.

٢- أسواق آجلة:

ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية **Futures Contract** وهي تتعامل أيضاً في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر **Price Risk** مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي من طبعه تجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم.

وتمتاز سوق رأس المال بحسن التنظيم وفي تعدد أنواع الأوراق المالية المطروحة للاستثمار وأيضاً ارتفاع العائد فيهما لتتناسب وارتفاع درجات المخاطرة.

وقد تكون السوق الثانوية في سوق رأس المال منظمة ولهذا فهي تأخذ بورصة **Stock Exchange** والتي تتحدد فيها شروط العضوية والتداول وفقاً لقواعد وأنظمة قانونية معينة، ولهذا فالتداول فيها يكون فقط للأوراق المالية التي استوفت كل الشروط القانونية.

أو أن تكون السوق غير منظمة يتم التداول فيها بين المصارف التجارية ومكاتب السمسرة والصيارفة.

مفهوم سوق النقد Money Market:

وهو الشق الثاني لسوق المال ويتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية، وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق، وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية تعطي لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، وعادة لا تزيد مدة هذه الأوراق عن سنة غير أنه يمكن التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر على الإطلاق وذلك نظراً لضمان عملية السداد.

وتتميز السوق النقدية بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق الاستثمارات القصيرة الأجل وينحصر استحقاق الأوراق المالية المتعامل بها في هذه السوق بين يوم واحد إلى نسبة واحدة إلا أن الاستحقاق المألوف لهذه الأوراق عادة ما تكون (٩١) يوم أو أقل وتمثلها حوالات الخزينة (**Treasury Bills**) التي تصدرها الدولة والتي يرغب فيها المستثمرون الذين لا يفضلون المخاطرة لأنها بعيدة ـ نسبياً ـ عن المخاطر رغم انخفاض العائد عليها.

وتلعب المصارف التجارية دوراً كبيراً في هذه السوق إضافة إلى البنك المركزي، إلا أن دور المستثمرين الأفراد يكون محدوداً وضعيف في هذه السوق بسبب انخفاض العائد على الأوراق المطروحة للاستثمار والمتداولة في هذه السوق.

وبشكل عام فالسوق النقدية تمتاز بدرجة مرتفعة من الأمان وبقدر كبير من السيولة بالإضافة إلى المرونة العالية ومن أجل ذلك يتميز استثمار الأموال في السوق النقدية بسهولة استردادها عند الحاجة إليها سواء كان ذلك لقصر ميعاد استحقاقها أم لسهولة تحويل الأصول المستثمرة فيها هذه الأموال.

الفصل الثالث عشر

مفهوم أمن البورصة[1]

مقدمة:

إن تحقيق أمن الاستثمار في البورصة يتناول الكثير من القضايا بالغة الخطورة والأهمية مثل قضايا: أمن مجتمع البورصة، أمن الأفراد، أمن مكان العمل ضد العنف، منع خسائر العمل المتعمدة.

وكلما تعددت مجالات الخطر، وازدادت مخاطر الاستثمار في البورصة ازداد معها اهتمام الأمن بها، سواء من منظوره الشامل المتكامل، أو من منظورة التفاعلي مع الحدث كما أن أية بورصة يقاس مقدار تقدمها من خلال خمسة عناصر رئيسية هي:

١. دقة وسرعة وصول المعلومات.
٢. كفاءة التشغيل والتسعير للصفقات.
٣. السيولة وسرعة إبرام الصفقات.
٤. العدالة والشفافية والإفصاح والوضوح والعلانية وإعطاء فرص متساوية للمتعاملين في الحصول على المعلومات المتاحة حول ورقة مالية معينة.
٥. توافر الأمن والطمأنينة وعدم وجود الخوف والقلق والتوتر الناجم عن تعرض البورصة لعمليات إجرامية أو إرهابية.

١- لمزيد من المعلومات يمكن الرجوع إلى:

د. محسن أحمد الخضيري، أمن الاستثمار في البورصة، هلا للنشر والتوزيع، ط١، ٢٠٠٨م

متى تكون البورصة آمنة؟

البورصة مثلها مثل الكائن الحي، تحتاج إلى بيئة ومناخ مناسب يحميها من الأخطار ومن التعرض للحوادث التي قد تسبب لها كارثة،و تلحق بها أضراراً يصعب السيطرة عليها خاصة الحرائق،وانهيارات المباني، وانقطاع التيار الكهربائي، وانفجارات أنابيب الغاز، ودخول مفرقعات إلى مبنى البورصة، أو زرع قنابل موقوتة، أو زرع فيروسات بيولوجية أو إلكترونية، أو وضع أجسام مشعة، أو تلويث المياه وأجهزة التكييف.....الخ.

ومن ثم فإن الحاجة إلى الأمن تصبح متعاظمة من أجل النمو الصحي السليم للبورصة، والحفاظ على قوتها، وعلى عملها، ومن أجل تشجيع مزيد من الأطراف المحلية والدولية للتعامل في البورصة.... وبالتالي كلما كانت البورصة آمنة، كلما كان ذلك أجدى وأنفع لجذب مزيد من الاستثمارات والمستثمرين للتعامل في الأوراق المالية المطروحة.... وكلما كان ذلك أيضاً مؤثراً على زيادة جاذبية البورصة للشركات والمشروعات لتسجيل أوراقها المالية فيها، ومن ثم تطرح هذه الأوراق للتداول والتعامل..... ويمكن القول أنه عندما تصبح البورصة محور كافة المعاملات والمبادلات الاقتصادية، وعنصر جذب هائل للمستثمرين الدوليين، وحديث الناس والجماهير في كل مكان، ويتطلع إليها الجميع كمصدر للخير والعائد والمكسب، وأساس رئيسي في تحقيق الدخل والربح والمردود...... فإن ذلك يتطلب وجود نظام أمني متقدم تتوفر لديه كافة الموارد والإمكانات التي تدعم كيان الثقة في البورصة وأن تكون كافة العمليات التي تتم فيها مؤمنة وآمنة ضد كافة أنواع الجرائم التقليدية الحديثة التي قد تتعرض لها معاملات البورصة، وأجهزتها ومبانيها ونظم معاملاتها.

أولاً: مفهوم أمن البورصة:

إن الأمن عكس الخطر، كما أن الطمأنينة عكس الخوف، والأمن يعني الاستقرار، والطمأنينة تعني الراحة والبورصة تحتاج إلى الأمن والطمأنينة ووجودهما يعني الارتياح، ويعني الاستمرار والحركة، ويعني عدم التوقف عن التعامل، ويعني

الثقة والتفاؤل في المستقبل، ويعني أيضاً عدم وجود أي توتر أو قلق في الحاضر، ويعني أيضاً تحقيق المعرفة الكاملة بما يحدث ويتم في سوق المال، والإحاطة الفورية بالمتغيرات والمستجدات التي تطرأ على معاملات هذه السوق، وهو ما لا يمكن تحقيقه بدون توفير عناصر: الإفصاح الكامل عن أوضاع الشركات المسجلة في البورصة، والعلانية الكاملة لكافة المعاملات التي تتم في البورصة، والشفافية الكاملة بجميع عمليات البيع والشراء التي تتم في سوق المال...... وهو أمر يصعب تحقيقه دون وفره البيانات الصادقة التي تتيح:

المعرفة الكاملة بما هو قائم في سوق الأوراق المالية.

الإدراك الكامل بما هو معروض ومطروح للتداول في البورصة.

الإحاطة الكاملة بما هو حادث من متغيرات ومستجدات ذات تأثير وأثر مباشر أو غير مباشر على حركة واتجاه المعاملات.

والأمن بذلك ليس حالة **STAT OF AFFAIRE** فقط، بقدر ما هو عملية **PROCESS** يحتويها نظام متكامل، له متطلبات ومدخلات وعناصر وأدوات يتعين توافرها، وله أيضاً مقومات مادية وبشرية لازمة، كما أن له عمليات تشغيل تتم وفق قياسات معيارية، ووفق خصائص وجودة ارتباطية يقاس بها الأداء، كما أن له مخرجات تعكس صورة الأمن ومدى جودته، ومدى الإحساس والشعور الأمني في مجالات الاستثمار بصفة عامة، والاستثمار في سوق الأوراق المالية بصفة خاصة.

إن عمليات تأمين أسواق المال تشمل في العادة عـدة جوانـب رئيسـية أهمها ما يلي:

١. توفير الحماية والوقاية الأمنية الفعالة.

٢. ضمان عدم انهيار البورصة.

٣. أمن وتأمين نمو البورصة وارتقائها المستمر.

٤. تأمين أمن وسلامة مباني وأجهزة البورصة.

٥. تأمين سوق المال ضد العمليات الإرهابية.

ثانياً: مجالات الخطر التي تتعرض لها الاستثمارات في البورصة:

وأهم هذه المخاطر ما يلي:

1. مخاطر الشركات والاستثمارات الوهمية.
2. مخاطر المضاربات الاحتكارية.
3. الممارسات الإجرامية المنظمة.
4. تسريب المعلومات الداخلية.
5. الإشاعات وسياسة القطيع.
6. الدعاية السوداء.
7. التلاعب بالمصالح.

ثالثاً: أنواع أمن البورصة:

تتعدد أنواع الأمن الذي تحتاجه البورصة، وأهم هذه الأنواع ما يلي:

١. أمن المعلومات:

وهو أمن يعمل على توفير كافة البيانات والمعلومات التي يحتاج إليها المستثمر لاتخاذ قراره السليم، سواء بشراء أسهم معينة، أو بيعها، أو الاحتفاظ بما لديه من هذه الأسهم، أو التخلص منها، ودون أن يكون واقعاً تحت ضغط نفسي نتيجة لنشر بيانات خاطئة، أو لسلوك غير رشيد يقوم به عدد ملحوظ من المستثمرين الآخرين، الذين خدعوا وقاموا بهذا السلوك..!

٢. أمن المباني والمنشآت:

أي ألا تتعرض مباني البورصة ومنشآتها ومكاتبها الإدارية لأي اعتداء من جانب المجرمين، أو المتطفلين، والحيلوية دون استيلائهم على أية مقتنيات تحوزها مباني البورصة، أو سرقتهم لأي أصول مادية متواجدة في هذه المباني..... كما يتعلق أمن المباني والمنشآت الخاصة بالبورصة بحمايتها من أخطار الحريق والتخريب والتدمير، سواء للأجهزة الإلكترونية، أو للأثاث، أو لأي أصول أخرى مادية أو معنوية تحتوي عليها مباني، ومكاتب البورصة.

٣. أمن الأفراد العاملين والمتعاملين:

يحتاج العاملون في البورصة، والمتعاملون فيها إلى حماية ووقاية من أي خطر قد يهددهم حاضراً أو مستقبلاً، خاصة من خطر الاعتداء عليهم من جانب المتطرفين، أو من جانب الأفراد الذين أضيروا من تعاملات البورصة، وحققت مراكزهم الاستثمارية خسائر يصعب تعويضها أو مراجعتها..... كما قد يحدث أيضاً اعتداء على العاملين في البورصة، من جانب بعض المستثمرين أو موظفي السمسرة، أو حتى من جانب بعضهم البعض، أو إيذاء للذات.... وهو يحتاج إلى أمن يقظ للحيلوية دون حدوث هذا الاعتداء.

٤. الأمن الشامل والمتكامل للبورصة:

وهو أمن متعدد الجوانب، ممتد إلى كافة أبعاد ومصادر الخطر، سواء الحالية المحسوبة بدقة، أو المستقبلية غير المؤكدة الحسابات... وهو أمن لا يترك ثغرة قد ينفذ منها أي خطر، أو يدخل من خلالها الإجرام الفردي، أو الإجرام الجماعي المنظم، إلا وقام الأمن بسدّها، وتوفير مؤكدات الأمن، والثقة.

٥. الأمن الوقائي الحمائي الإيجابي:

وهو أمن قائم على منع الجريمة من الحدوث، وعلى توجيه الضربات الوقائية الاحترازية للعصابات الإجرامية وضرب مخططاتها في المستقبل، وعدم السماح لهذه العصابات الإجرامية بتنفيذ مخططاتها الإجرامية، واستخدام كافة الأساليب والأدوات الأمنية المتقدمة، لاختراق عصابات الجريمة، ومعرفة ما تنوى أن تقوم به، ومنعها من الشروع في تنفيذه.

٦. الأمن العلاجي:

وهو أمن ينتظر إلى أن تحدث وتقع الجريمة، ويبادر باتخاذ الإجراءات الأمنية، للقبض على المجرمين، ولمعالجة آثار الجريمة التي وقعت، وبالتالي يستطيع أن يعاقب هؤلاء المجرمين، وأن يوفر أدلة الإدانة بارتكابهم الجريمة، ومن ثم ضمان محاكمتهم وضمان ايقاع العقاب عليهم.

٧. الأمن الإلكتروني:

وهو أمن يتعلق بالجريمة الإلكترونية التي قد تتعرض لها سوق الأوراق المالية، خاصة الحاسبات الإلكترونية التي تعمل بها البورصة وتعتمد عليها اعتماداً كبيراً، سواء ما يتصل بعمليات زرع الفيروسات، أو الاستيلاء على بيانات سرية... أو التلاعب بقواعد البيانات.

رابعاً: أهداف أمن الاستثمارات في البورصة:

لقد أصبحت البورصات وأسواق الأوراق المالية من مقتضيات الحياة العصرية الاقتصادية، فلا يوجد اقتصاد متقدم، أو راغب في التقدم دون أن تكون لديه بورصة متقدمة، وترتبط أهداف البورصة بأهداف أمن الاستثمار في البورصة، وهي أهداف متنوعة، وإن كانت تتصف بالتكامل، وكل منها يؤدي إلى تحقيق الآخر، وأخذ شكل حِزَم لها عناصر متعددة، وأهم هذه الحزم ما يلي:

الحزمة الأولى: أهداف الوقاية والحماية من الحوادث والأزمات:

يعمل أمن الاستثمار في البورصة على تحقيق الحماية والوقاية لكل من:

- **سمعة البورصة.**
- **الانطباع الإيجابي.**
- **الصورة الذهنية.**
- **عناصر الجذب الاستثماري المتوفرة في البورصة بصفة عامة، والمزايا التنافسية التي تتمتع بها بصفة خاصة.**

وبمعنى أخر إن أمن الاستثمار في البورصة أمن يعتمد على نظم الوقاية والحماية، أكثر من اعتماده على نظم المعالجة، وبالتالي فإن كفاءة النظام الأمني تظهر عند عدم حدوث أية جرائم، أو تعرض البورصة لأي خطر يهدد استمرارها في العمل.

الحزمة الثانية: أهداف ضمان استمرار العمل بالبورصة:

وهي أهداف أمن الاستثمار الذي يهتم بكل من: انتظام العمل بالبورصة، وعدم تعرض مبنى البورصة أو أجهزتها، أو نظم الاتصال فيها لأية عمليات تخريب أو تدمير أو تعطل عن العمل، أو حدوث إعطاب، أو حدوث حريق يؤدي إلى خلل، أو عدم قدرة البورصة على ممارسة وظيفتها الحقيقية، أو إتمام عمليات المبادلات بيعاً وشراءً، فالبورصة سوق، مثل أي سوق، يعبر عن مكان تلاقي قوى الطلب بقوى العرض ومن خلالها يتحدد السعر، وتتحد بالتتابع قيم الأوراق المالية، وتتجدد تلقائياً حوافز الرغبة، سواء في البيع لدى بعض الأفراد، أو الشراء لدى البعض الآخر، أو الاحتفاظ بما لديه لفترة من الزمن...و هكذا فإن حرية الحركة، وحرية الإرادة تؤدي إلى حيوية البورصة، وهي حيوية من أجل الاستمرار.

الحزمة الثالثة: أهداف الحفاظ على القدرة الاستيعابية للبورصة للمعاملات بيعاً وشراء:

وهي ترتبط أساساً بمدى وجود عدد كبير من المتعاملين بيعاً وشراءً ووجود عدد كبير منهم (مضاربين – مستثمرين – صانعي سوق – أصحاب مراكز مالية – صناديق – بنوك – مؤسسات تمويل – شركات...... الخ)قادرين وراغبين في شراء وبيع الأوراق المالية المسجلة في البورصة، مما يحافظ على توازناتها ويحافظ على استقرار البورصة.

الحزمة الرابعة: الحفاظ على حرية المستثمر في اتخاذ قراره الاستثماري:

ويتم ذلك من خلال ضرب القوى التي تسعى إلى السيطرة على البورصة، وعلى صنع أوضاع احتكارية، وتفرض نفوذها وهيمنتها، وتعطل معها آليات العرض والطلب....أو تقوم بإملاء إرادتها على هذه الآليات، وتفرض على كل منها أن تقوم بعمل معين، رغم الإرادة الحرة لكل منها.

الحزمة الخامسة: الحفاظ على قيم العدل والمساواة وعدم الخـداع والحوكمـة الذاتية:

وهـي مهمـة أساسـية لأمـن الاسـتثمار في البورصـة، حيـث لا يجـب أبـداً أن يسـمح الأمـن بحـدوث ثغـرة أخلاقيـة، سـواءً لـدى العـاملين في البورصـة، أو لـدى شـركات الوساطة والسمسرة، وتسرب عناصر الإجرام إليها، خاصة فيما يتصل بعوامل:

1. الإغراء **SEDUCTION** والغواية والانجذاب للجريمة.
2. التهديد **THREATS** والابتزاز والإيقاع في مصيدة الجريمة.

وبالتالي عدم حدوث أي اعتداء على قيم العدل والمساواة، وعدم السماح بحدوث أي خداع، والحفاظ على سلامة وصحة هيكل القيم، والشرف الوظيفي، والمحافظة على سلامة العمل.

خامساً: قياس جودة أمن الاستثمار في البورصة:

يتطلب تحديد وقياس مستوى جودة أمن الاستثمار، في جانبين أساسيين هما:

الجانب الأول:العمـل الأمـني السـري لتحقيـق أمـن الاسـتثمار، والـذي يقـوم علـى مبـدأ " خير أمـن،ألا يكـون هنـاك رجـل أمـن ظـاهر"، وأن يتخفـى رجـال الأمـن وأن يعملوا تحت ستور مختلفة.

الجانب الثاني: العمل الأمـني العلـني لتحقيـق أمـن الاسـتثمار، والـذي يعتمـد علـى تكثيف التواجد الأمني، سواء الأمـن البشـري مـن خـلال إظهـار وتواجـد رجـال الأمـن العلنيين وبكثافة، أو من خلال زيادة عدد المعدات والأجهزة الإلكترونية الأمنية.

الفصل الرابع عشر

الأوراق المالية المتداولة في البورصات

" الرغبة ا كسب مهمة، لكن
الرغبة الاستعداد أكثر أ ية"
ا درب جو باتر نو

تعريف الأوراق المالية:

وهـي عبـارة عـن أدوات أو مجـالات اسـتثمار وتمويـل طويلـة وقصـيرة الأجـل يـتم التـداول عليهـا في سوق منظم خـاص بهـا يسـمى بسـوق الأوراق الماليـة أو بورصـة الأوراق المالية وبمعنى آخر هـي:" أدوات الاسـتثمار المـالي وهـي تعـد أصـولاً ماليـة مـن وجهـة نظـر المستثمرين فيها ، وهـذه الأوراق هـي صـكوك أو مسـتندات تعطـي لحاملها أو صـاحبها الحق في الحصول على عائد محدد مسبقاً ، كما إنها تضمن حق أصحابها في اسـترداد القيمة المقابلة لها في ظروف معينة ، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها في أي وقـت". وبصورة أخرى هي عبارة عـن شـهادات ملكيـة أو صـكوك دائنـة مقابـل الحصـول علـى توزيعات من الأرباح أو العوائد الثابتة أو المتغيرة.

أنواع الأوراق المالية:

* السندات(Bonds)

السند هو وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر)بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتواريخ معينة.

وبالتالي فهي أدوات دين أو اقتراض تطرح في سوق الأوراق المالية لآجال طويلة، وتعبر عن مديونية أو قرض للغير بقيمة اسمية وبمعدل فائدة محدد بتاريخ استحقاق أيضاً محدد لكنه طويل نسبياً ، وتتوزع بين السندات التي تصدرها الحكومة بأقل من قيمتها الاسمية أو بفوائد دورية منخفضة نسبياً مقابل الحصول على سيولة نقدية من جمهور المستثمرين، وتتعهد باستعادتها بتواريخ استحقاق معينة بقيمتها الاسمية، والفرق يكون هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر وفي الوقت نفسه هو التكلفة التي يتحملها المقترض أو البائع مقابل إعادته لهذه النقود، أما السندات التي تصدرها الشركات المساهمة العامة فهي عبارة عن عقد طويل الأجل يوافق بموجبه البائع على دفع فائدة سنوية مقابل الحصول على قيمته الآن وإعادته للمشتري بعد انقضاء فترة زمنية محددة.

ولهذه السندات خصائص يمكن إجمالها بالتالي:

- تعد أداة دين للمشتري على البائع أو المصدر للورقة المالية.
- لا يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة.
- يكون من حق حاملها الحصول على فوائد ثابتة.
- تنتهي علاقة الحامل بالمفترض حال تسديد قيمتها.
- تحقق للمقترض ميزة ضريبية وذلك لكون فوائدها تطرح من الوعاء الضريبي.

هذا ويصاحب هذه السندات نوعان أساسيان من الوثائق هما:

شهادة السند (**Bond Certificate**): وهي الوثيقة التي تعبر عن الملكية ويتم الإفصاح فيها عن توقيت وطريقة تسديد الفوائد والقيمة الاسمية للسند.

وثيقة عقد إصدار السند(**Indenture**): وهي الوثيقة التي توضح مسؤوليات وواجبات كل من المصدر وحامل السند.

أما مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات فإنه يمكن إجمالها بالتالي:

أ- المزايا:

- ثبات واستمرارية العائد بغض النظر عن مدى تحقيق الأرباح أو الخسائر.
- مأمونة السداد في تاريخ الاستحقاق بأصل أو أصول محددة أو اسم وشهرة الشركة.
- فوائدها تتمتع بميزة حق استردادها من المستثمرين قبل تاريخ الاستحقاق.
- قابلية تحويلها إلى أسهم عادية.

ب- المخاطر:

- احتمال تعرضها لمخاطر تقلبات القوة الشرائية لوحدة النقد.
- احتمال تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الفائدة.
- احتمال تعرضها لمخاطر الإطفاء في الوقت الذي ترتفع به الأسعار السوقية.
- احتمال تعرضها لمخاطر ارتفاع نسبة المديونية نتيجة لزيادة عدد الذين يتناز عون حق الحصول على الشركة وذلك في حالة التصفية والإفلاس.

أنواع السندات: تنقسم السندات إلى الأنواع التالية:

<u>من حيث جهة الإصدار:</u>

-حكومية: تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية.

-غير حكومية:تصدر عن الشركات المساهمة العامة كالسندات العادية والسندات العقارية وغيرها وذلك لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة.

<u>من حيث مدة الأجل:</u>

قصيرة الأجل: تستحق خلال عام وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبياً.

متوسطة الأجل: تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبياً.

طويلة الأجل: تستحق بعد سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها عالية نسبياً.

<u>من حيث الشكل:</u>

باسم مالكها: لا تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية.

باسم حاملها: تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام ولا يذكر فيها اسم المستثمر.

<u>من حيث الجنسية:</u>

محلية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.

أجنبية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين أجانب ويتم التداول عليها أيضاً في الداخل.

دولية: تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين كتلك التي يصدرها البنك الدولي.

<u>من حيث الضمان:</u>

مضمونة: تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصل أو الأصول الضامنة لها في حالة عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها.

غير مضمونة: لا تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصول الضامنة لها وإنما الضمان الوحيد لها هو حق الأولوية في الحصول على الحقوق قبل حملة الأسهم العادية والممتازة.

من حيث طبيعة الفائدة:

فائدة ثابتة: تكون الفائدة عليها ثابتة طويلة الأمد.

فائدة متغيرة: تكون الفائدة عليها متغيرة وتتغير نسبتها على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق.

من حيث قابلية التحويل:

قابليتها للتحويل: يعطي لصاحبها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة.

غير قابلة للتحويل: لا تعطي صاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة.

* الأسهم العادية (Equity's):

وتمثل أداة الملكية(**Ownership**) في الشركة المساهمة العامة، وهي عبارة عن:" صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بالطرق التجارية حيث تمثل مشاركة في رأس المال في إحدى الشركات ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي ساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواءً أكانت حصة نقدية أم حصة عينية"[(١)].

وبالتالي: فهي عبارة عن أدوات ملكية بعكس السندات التي تعدّ أدوات دين ومن حيث الدخل فهي متغيرة(توزيعات أرباح) على خلاف السندات التي يمتاز دخلها على الأغلب بالثبات(فوائد) ومن حيث درجة الأمان فهي أقل من السندات والأسهم الممتازة أي إن درجة مخاطرتها عالية وتقوم بإصدارها الشركات المساهمة العامة

١- مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة، القاهرة،١٩٩٣، ص١٦٩.

وتعدّ من أكثر الأدوات استعمالاً بين جمهور المستثمرين وترتب لحاملها حقوقاً عديدة من أهمها: حق الحصول على الأرباح وحق التصويت في الهيئة العامة وحق الاكتتاب في الأسهم الجديدة وحق توقف مسؤوليته عند حدود ملكيته فيها وحق فحص السجلات والقوائم المالية إلى آخره من الحقوق التي يعطيه إياها قانون الشركات.

ومن وجهة نظر المستثمر فإن لها أكثر من قيمة مالية، ويمكن استعراضها كالتالي[١]:

- قيمة الإصدار: (**Nominal Value**) (القيمة الاسمية): وهي القيمة التي يحددها عقد التأسيس ويتم إصدارها في السوق الأولية عند الاكتتاب.
- القيمة المحاسبية(**Net Value or Book Value**) (القيمة الدفترية): وهي القيمة التي تحددها قائمة المركز المالي والتي تتمثل في حاصل قسمة حقوق المساهمين (رأس المال والاحتياطات والأرباح المدورة) على عدد الأسهم المعلنة والمكتتب بها.
- القيمة المتداولة(**Current Value or Market Value**) (القيمة السوقية): وهي القيمة التي يتم بموجبها التداول على السهم في السوق الثانوية وبهذا المعنى فإنّها تعبر عن قيمة ثروة حامل السهم الحالية في السوق وتعدّ أكثر أهميةً من القيمتين السابقتين.
- القيمة العادلة أو الحقيقية(**Just Value**):وهي عبارة عن حاصل قسمة التدفقات النقدية المتوقعة على معدل العائد المطلوب أي هي القيمة التي تعبر عن مدى قدرة السهم على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية.

وعلى غرار السندات **فإن للأسهم العادية خصائص يمكن أن تتميز بها ويمكن إجمالها بالتالي[١]:**

١- سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالي، مرجع سبق ذكره، ص٥٣، نبيل شاكر، الإدارة الفعّالة للأموال والمشروعات، مكتبة عين شمس، ٤٤، شارع القصر العيني، القاهرة، الطبعة الثالثة، ٢٠٠٠، ص٨٠-٩٢.

- قابليتها للتداول بالطرق التجارية كالمناولة من يد إلى أخرى، كما هو الحال بالنسبة للأسهم لحاملها أو بالقيد في سجل الشركة كالأسهم الاسمية أو عن طريق عملية التظهير كالأسهم بأمر.
- تعد مخزناً للقيمة لكون قيمتها تتزايد بنجاح الشركة المصدرة لهذه الأسهم بالإضافة لما تدره على مالكيها من دخل سنوي مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة إن لم يكن ذلك ربحاً وبأسرع وقت.
- عدم قابلية حق المساهم للتقادم فهو قائم وغير قابل للتقادم نتيجة لعدم الاستعمال مهما طال الزمن.
- الأسهم العادية متساوية القيمة ولا يجوز إصدار أسهم بقيم مختلفة.
- يعد السهم العادي أداة ملكية وليس أداة اقتراض.
- إن عائد السهم السنوي يتحدد بمدى تحقق الأرباح وقرار التوزيع على المساهمين يتخذ من قبل الهيئة العامة.
- مسؤولية المساهم تكون بقدرة عدد الأسهم التي يحملها.
- يمارس المساهم دور انتخاب الممثلين والرقابة على الإدارة التنفيذية بحدود العدد الذي يملكه من الأسهم.
- لا يوجد للسهم العادي تاريخ استحقاق وإنما يتم التداول عليه بيعاً وشراءً في بورصة الأوراق المالية.
- يحصل حامل السهم العادي على حقوقه المالية من الدخل أو الموجودات بعد الوفاء بكافة الالتزامات المترتبة على الشركة.
- تتحكم في القيمة السوقية للسهم العادي قوى العرض والطلب في السوق فهي بالتالي عرضة للتقلبات السعرية بين الحين والآخر.

١- سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص٥٤، محمد عثمان حميدة، أسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص٥٧-٥٨.

إيجابيات وسلبيات إصدار الأسهم[1]:

تتمتع الأسهم العادية بالنسبة للشركة المصدرة بالإيجابيات التالية:

- تعد مصدراً دائماً للتمويل حتى لو تم بيعها في السوق لكونها تنتقل من ممول إلى ممول آخر دون أدنى تأثير على الأصول المادية التي تقابلها لدى المستثمر أو الشركة المصدرة.
- الشركة المصدرة غير ملزمة قانونياً بتوزيع أرباح حتى لو تحققت لها أرباح لأن ذلك يتحدد بموجب سياسة الهيئة العامة اتجاه التوزيع.

أما سلبياتها على الشركة المصدرة فيمكن حصرها بالتالي:

- ارتفاع معدل العائد المتوقع عليها وبالتالي ارتفاع كلفة الحصول على الأموال الجديدة.
- عدم خصم التوزيعات من الوعاء الخاضع للضريبة.
- دخول مساهمين جدد وتشتت الأصوات في الجمعية العمومية.

أنواع الأسهم:

تنقسم الأسهم العادية إلى الأنواع التالية:

- من حيث الشكل[2]:

أسهم اسمية: وتصدر باسم صاحب السهم العادي وبالتالي فإن نقل ملكيتها يحتاج للعودة للمصدّر أو للبورصة.

أسهم لأمر: المساهم هنا غير معروف للشركة وتنقل ملكيتها بطريقة التظهير.

أسهم لحاملها: ليست باسم شخص معين وتنقل الملكية من يد إلى أخرى ومالكها هو الشخص الذي يجوز عليها في حينه.

١- نبيل شاكر، الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات، مرجع سبق ذكره، ص ٨٢ ـ ٨٥ سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ٥٢ـ ٥٥.

٢- مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، دراسة نظرية وعملية، الطبعة الثانية، ١٩٦٧، ص٣٤.

- **من حيث الحصة المدفوعة:**

أسهم عينية : وهي تمثل حصة عينية من رأس المال على شكل عقار أو آلات أو معدات.

أسهم نقديه: وهي التي يدفع مقابل الحصول عليها مساهمة نقدية.

- **من حيث الحقوق:**

السهم العادي: يمنح للمكتتبين ويحق لحامله الحصول على أرباح دورية وكما سبق وأن تم تعريفه.

السهم الممتاز: وهي أسهم هجينة تقع بين الأسهم العادية والسندات وسوف نأتي على شرحها لاحقاً.

اتجاهات جديدة بخصوص الأسهم العادية: إلى جانب الأسهم التقليدية ظهر في الآونة الأخيرة على نطاق محدود أنواع مستحدثة من الأسهم العادية تتمثل في:

الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية أي تربط فيها التوزيعات بكمية الإنتاج أو قيمة الأرباح لقسم معين.

الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة أي خصم التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

الأسهم المضمونة أي تعطي الحق لحاملها في العودة على الشركة المصدرة بالتعويض فيما لو تعرض سعر بيع أسهمها في السوق إلى انخفاض خلال فترة محددة.

ولكون عائد الأسهم العادية يتحدد بقرار توزيعات الأرباح السنوية وفارق التقلبات السعرية الموجب في سوق الأوراق المالية فإن معدل العائد السنوي على السهم يكون إذن عبارة عن حاصل قسمة الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء ومضافاً إليه نصيب السهم السنوي من توزيع الأرباح على سعر الشراء الذي بموجبه تم الحصول على السهم.

* الأسهم الممتازة (Preferred Stocks):

وهي الأسهم التي يتقرر لحاملها حقوق أكثر مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية مثل الأولوية في الحصول على أرباح حتى ولو يتبق لحملة الأسهم العادية أية حصة من الأرباح التي يتقرر توزيعها.

خصائص الأسهم الممتازة: تتمتع الأسهم الممتازة بالخصائص التالية:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح وبنسبة محددة.
- حق الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية من الأصول.
- حق الحصول على القيمة الاسمية عند التصفية.
- حق تجميع الأرباح المقررة من سنة إلى أخرى.
- حق تحويلها إلى أسهم عادية.
- حق تحديد مدة زمنية للوفاء بقيمتها الاسمية.

مزايا الأسهم الممتازة: تتمتع الأسهم الممتازة بالمزايا التالية:

- لها نسبة محددة من الأرباح بغض النظر عن قرار التوزيع من عدمه.
- انخفاض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة.

أما عيوب الأسهم الممتازة فيمكن حصرها بالتالي[1]:

- ارتفاع تكلفتها على الشركة المصدرة لعدم إمكانية خصم توزيعاتها من الوعاء الضريبي.
- تصنيفها عند التصفية في المرتبة الثانية بعد السندات.
- الاحتفاظ بحقها في الحصول على التوزيعات للسنة الحالية من أرباح السنوات اللاحقة.
- الحق أحياناً في التصويت على بعض القرارات الصادرة عن الهيئة العامة.

١- قريدي باز جورج أبي صالح، بورصة الأوراق المالية وإدارة المحافظ، اتحاد المصارف العربية، بيروت، ١٩٨٧، ص٨٣.

أنواع الأسهم الممتازة: تنقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية[1]:

مجمعة للأرباح: وتضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة قد حققت فيها أرباح لكن لم يُعلن عن توزيعها وذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية.

مشاركة في الأرباح: وتوفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح تتمثل بإعطاء الحق أيضاً في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم.

القابلية للتحويل: تعطي حاملها حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية.

القابلية للاستدعاء: تعطي مصدّرها حق استدعائها من حاملها أي إمكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها، وخصوصاً عند ارتفاع أسعارها السوقية.

من ذلك يتضح بأن الأسهم الممتازة تجمع بين خصائص الأسهم العادية من حيث إنها تعبر عن ملكية المستثمر وعدم وجود تاريخ استحقاق لها وحصولها على توزيعات الأرباح وخصائص السندات من حيث ثبات العائد وزيادة درجة المخاطرة المالية للشركة مصدّرة الأسهم، لهذا فإن العائد على الأسهم الممتازة في الغالب سوف يكون أقل من العائد على الأسهم العادية لكنه أكبر من العائد على السندات[2].

١- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الأولى، عمان، ١٩٩٣، ص٢٠٨.

٢- مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، أدوات آلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية،١٩٩٣، ص٨٧.

مثال: بفرض أن شركة مساهمة عامة قد تكونت برأسمال قدره(١٠) مليون ل.س.موزعة على النحو التالي:

١. أسهم عادية(٦) مليون سهم بقيمة اسمية (١ ل.س)مدفوعة بالكامل.

٢. أسهم ممتازة (٨٪) ٤٠٠ ألف سهم بقيمة اسمية(١٠ ل.س للسهم) مدفوعة بالكامل.

وبافتراض أن الشركة قد أعلنت عن توزيع أرباح نقدية قدرها/١٥٠٠/ ألف ل.س فما هو نصيب كل من المساهمين العاديين، والمساهمين الممتازين على أساس:

أ- أن الأسهم الممتازة غير مجمعة وغير مشاركة بالأرباح:

بيان	أسهم ممتازة بالآلاف	أسهم عادية بالآلاف	مجموع بالآلاف
توزيعات أسهم ممتازة(٤مليون)×٨٪	٣٢٠		٣٢٠
توزيعات أسهم عادية(الباقي)		١١٨٠	١١٨٠
المجموع	٣٢٠	١١٨٠	١٥٠٠

ب- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح ولكن غير مشاركة:

علماً بأن الشركة لم تكن قد أجرت توزيعات أرباح خلال السنتين الماضيتين بقرار من الجمعية العمومية وتوصية مجلس الإدارة.

بيان	أسهم ممتازة بالآلاف	أسهم عادية بالآلاف	مجموع بالآلاف
توزيعات متأخرة للممتازة ٨٪عن سنتين	٦٤٠		٦٤٠
توزيعات العام الحالي للممتازة ٨٪	٣٢٠		٣٢٠
توزيعات أسهم عادية(الباقي)		٥٤٠	٥٤٠
المجموع	٩٦٠	٥٤٠	١٥٠٠

ج- الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح ومشاركة بالكامل:

بيان	أسهم ممتازة بالآلاف	أسهم عادية بالآلاف	مجموع بالآلاف
توزيعات العام الحالي للممتازة ٨٪	٣٢٠		٣٢٠
توزيعات أسهم عادية عن العام الحالي ٨٪.		٤٨٠	٤٨٠
نصيب الممتازة من المشاركة ٧٠٠ × ٤ / ١٠	٢٨٠		٢٨٠
نصيب العادية من المشاركة ٧٠٠ × ٦ / ١٠		٤٢٠	٤٢٠
المجموع	٦٠٠	٩٠٠	١٥٠٠

د- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح ومشاركة بالكامل مع وجود توزيعات متأخرة عن سنتين:

بيان	أسهم ممتازة بالآلاف	أسهم عادية بالآلاف	مجموع بالآلاف
توزيعات متأخرة للممتازة ٨٪عن سنتين	٦٤٠		٦٤٠
توزيعات العام الحالي للممتازة ٨٪	٣٢٠		٣٢٠
توزيعات العادية عن العام الحالي٨٪		٤٨٠	٤٨٠
نصيب الممتازة من ٦٠	٢٤		٢٤

المشاركة ـ ×٤ ١٠ نصيب العادية من ٦٠ المشاركة ـ ×٦ ١٠		٣٦	٣٦
المجموع	٩٨٤	٥١٦	١٥٠٠

ه- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح ومشاركة جزئياً في حدود ٩% من الأرباح مع وجود توزيعات متأخرة عن سنتين:

بيان	أسهم ممتازة بالآلاف	أسهم عادية بالآلاف	مجموع بالآلاف
توزيعات متأخرة للممتازة ٨٪عن سنتين	٦٤٠		٦٤٠
توزيعات العام الحالي للممتازة ٨٪	٣٢٠		٣٢٠
توزيعات العادية عن العام الحالي٨٪	٤٠	٤٨٠	٤٨٠ ٤٠
نصيب الممتازة من المشاركة الجزئية (٤مليون×١٪❖)		٢٠	٢٠
نصيب العادية من المشاركة (الباقي)			
المجموع	١٠٠٠	٥٠٠	١٥٠٠

ونظراً لأن الأسهم الممتازة تجمع بين خواص السهم العادي، وخواص السند يطلق عليها البعض تسمية الأسهم المهجنة، فهي كالأسهم العادية أداة ملكية غير محددة

الأجل، لكنها تشبه السند في أنها أداة من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت وتوفر لحاملها عنصر الأمان الذي يوفره السند ولو بدرجة أقل **لكن أوجه الخلاف الأساسية بين السهم الممتاز والسند يمكن حصرها بما يلي:**

السهم الممتاز أداة ملكية غير محددة الأجل، بينما السند أداة دين ذات أجل محدد.

فائدة السند واجبة الدفع بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة ربحاً أم خسارة ولا يجوز تأجيلها ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة بينما لا يحصل المساهم الممتاز على الأرباح إلا في السنوات التي تكون فيها الشركة رابحة كما يمكن تأجيل توزيع أرباح الأسهم الممتازة من سنة إلى أخرى دون أن يترتب على ذلك إفلاس الشركة.

تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح باعتبار هذه الفوائد مصروفاً تمويلياً. بينما لا يجوز خصم أرباح الأسهم الممتازة وذلك باعتبارها توزيعاً للربح لا عبئاً عليه.وبسبب الميزة أعلاه قل استخدام الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل خصوصاً في البلدان التي تتقاضى ضرائب عالية على الربح.

لكن الأسهم الممتازة توفر لحاملها ميزة ضريبية.ذلك لأن بعض التشريعات الضريبية تنص على إعفاء نسبة معينة تصل أحياناً إلى ٨٥٪ من الأرباح الموزعة لها من ضريبة الدخل. وهذه ميزة لا تتحقق لحامل السند فيما عدا حالات استثنائية سنذكرها فيما بعد.

من جانب آخر، توفر السندات لحاملها أماناً أكثر مما توفره الأسهم الممتازة لأنها أي السندات تصدر في معظم الأحيان مضمونة أو مكفولة بينما لا يتحقق ذلك بالنسبة للأسهم الممتازة، هذا إضافة للأولوية التي يتمتع بها حامل السند عن حامل السهم الممتاز في الحصول على فائدته السنوية وكذلك في الحصول على دينه من أصول الشركة في حالة إفلاسها أو انتهائها.

* البيع قصير الأجل [البيع على المكشوف]:

وذلك من خلال قيام المستثمر ببيع أوراق مالية لا يمتلكها على مستثمر آخر وذلك بدلاً من شرائها ومن ثم بيعها وهذا النوع من الاستثمار ينشأ حينما يعتقد المستثمر بأن أسعار إحدى الأوراق المالية سوف يتجه إلى انخفاض حيث يقوم باقتراضها من مالكها الأصلي وذلك من اجل أن يقوم ببيعها الآن في السوق بسعر أعلى وعندما يتحقق انخفاض سعرها في المستقبل فإنه سوف يقوم بإعادة شراءها من السوق لإعادتها لمالكها الأصلي، والفرق يكون هو الربح الذي تحقق للمقترض وإن لم تنخفض الأسعار في البورصة أو تتجه نحو الارتفاع بدلاً من الانخفاض فسوف تنقلب تلك الأرباح إلى خسائر للمقترض، وذلك بالإضافة للعمولة التي قام بدفعها للمالك الأصلي والسمسار الذي قام بالتوسط لإنهاء هذه العملية، وللبيع على المكشوف شروط تتمل بالتالي:

أن يدفع المقترض للمقرض أية توزيعات للأرباح التي تكون قد تحققت خلال فترة البيع قصير الأجل.

أن يكون للمقترض حساب مفتوح لدى السمسار.

أن يتم الاحتفاظ بمتحصلات البيع لدى السمسار وإلى حين استرداد الأوراق المقترضة.

أن لا يقوم المقترض ببيع أي سهم في الأجل القصير إلاّ إذا كان السعر المعروض أعلى من السعر السائد في السوق.

الفصل الخامس عشر

المشتقات المالية

Financial Derivative

مقدمة:

تزايدت أهمية المشتقات المالية **Financial Derivative** على مدار العقدين الآخرين من القرن الحالي بسبب الثورة التي حدثت في تكنولوجيا الاتصالات وانعكاساتها على أسواق المال والتي بدخولها فيما يعرف بعصر العولمة **Globalization** زادت عمقاً واتساعا، وقد قادت الثورة الحادثة في عالمي الاستثمار والتمويل، إلى ابتكار أدوات استثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة، أدوات تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر**Risk Transfer and Diversification**، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في السوق الثاني، وبذلك توفر لهذا السوق خاصتي العمق والاتساع وفي اتجاه يؤدي إلى تحسين كفاءته[1].ويتم حوالي ٨٠٪ من صفقاتها بالدولار الأمريكي.

والهدف من المشتقات المالية هو التحوط **Hedging** عن طريق نقل المخاطر الناتجة عن عدم ثبات أسعار العديد من العناصر مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، وأسعار السلع. وقد يلجأ البعض إلى التعامل بها لغايات المضاربة[2].

---

١ ـ د. محمد مطر ـ د. فايز تيّم، أدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، عمان، ٢٠٠٥، ص٢٥٣.

٢ ـ د. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار، دار وائل للنشر، الطبعة الرابعة، الأردن، عمان،٢٠٠٧، ص٨٩.

المشتقات المالية :Financial Derivative من الأوراق المالية " التي لا تنشأ من تلقاء نفسها بل تعتمد في وجودها على وجود أصل مالي أو مادي موجود بالفعل، ولذلك يطلق عليها أوراق مالية مشتقة أي تشتق من أصل آخر موجود"[1]

- **موضوع عقودها:**

تتعلق عقود المشتقات بشتى أنواع الاستثمار المالي والحقيقي مثل السلع والأوراق المالية والفوائد وأسعار الصرف ومؤشرات الأسعار.

- **أنواع المشتقات المالية:**

تتكون المشتقات المالية في الأسواق المالية من:

١. عقود المستقبليات **Futures**

٢. العقود الآجلة **Forward**

٣. المبادلات(المقايضات) **Swaps**

٤. عقود الخيارات **Options**.

أولاً ـ الخيارات[2] :Options

هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها بينما هي ملزمة لمن يصدرها تعطي لحاملها(المستثمر) حق خيار ممارسة **The Right to** أو عدم ممارسة شراء (أو بيع) ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق المالية بسعر محدد ومتفق عليه مسبقاً يسمى سعر التنفيذ **Strike Price** أو سعر الممارسة **Exercise Price** وذلك قبل حلول تاريخ محدد أو في تاريخ محدد يسمى تاريخ نفاذ صلاحية العقد **Expiration Date**.

عقد الخيار **Option Contract**

وهو العقد الذي ينظم الاتفاق بين أطراف العلاقة وهم المستثمر أو حامل العقد ومحرر العقد أو مصدر العقد ويسمى **Option Writer**.

١- سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص٥٨.

٢- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص٩١-٩٧..

- طبيعة العقد:

هـو حـق مطالبـة عرضـي **Contingent Claim** وهـو حـق لـه مـردود إذا تـوفرت شروط معينة يتفق عليها عند تحريره ويضمن عقد الخيـار لحامله حقـاً وليس التزامـاً **The right but not the obligation**. أي أن حامـل عقـد الخيـار لديـه مـثلا حـق الخيـار في شـراء (أو بيـع) الأسـهم المتفـق عليهـا حسـب نـوع العقـد ولكنـه غـير ملـزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك أي أن لديـه الحريـة في أن ينفـذ هـذا العقـد أم لا ومن الطبيعي أنه لن يقوم بالتنفيذ إذا وجد أن من المصلحة عدم التنفيذ. وعنـد حلـول موعد التنفيذ فإن اختار حامل عقد الخيار أن لا ينفذ فإن مفعول العقد ينتهـي دون أي التـزام عليـه أمـا إذا وجـد أن مـن المصلحة أن يقـوم بالتنفيـذ فـإن علـى محـرر العقـد أن يستجيب لأن العقـد يصـبح ملزمـاً لـه أي أن عقـد الخيـار ملـزم لمحـرره إذا رغـب حاملـه بتنفيذه ولكنه غير ملزم لحامله بأي حال من الأحوال.

أنواع عقود الخيار:

لعقود الخيار أنواع تختلف باختلاف معيار التصنيف وكما يلي:

أ ـ من حيث موعد التنفيذ:

هناك نوعان هما:

١ـ عقد الخيار الأمريكي **American Option**.

٢ـ عقد الخيار الأوروبي **European Option**.

فعقد الخيار الأمريكي عقد يتيح للمستثمر حق شـراء أو بيـع عـدد محـدود مـن الأوراق المالية بسعر متفق عليه مقدماً على أن يتم تنفيذ هـذا العقـد في أي وقـت خـلال الفـترة الممتـدة منـذ إبـرام العقـد وحتـى التـاريخ المحـدد لانتهائـه (**Before or on the Expiration date**) وأما عقـد الخيـار الأوروبـي فهـو تمامـاً مثـل الأمريكـي مـا عـدا أن التنفيذ غير مسموح به ولا يتم إلا في تاريخ انتهائه (**On the Expiration date**).

ب ـ ـ من حيث طبيعة العقد:

هنالك نوعا شراء هما :

١- عقد حق خيار شراء Call Option:

إذا ما توقع مستثمر ارتفاع سعر سهم شركة معينة في الأسواق لسبب من الأسباب فقد يبادر إلى شراء عقد(أو مجموعة عقود) خيار تعطيه الحق في شراء عدد من أسهم هذه الشركة في أو قبل تاريخ معين وبسعر متفق عليه مسبقاً ويكون ثمن العقد مبلغاً رمزياً. ويظل يراقب أسعار أسهم تلك الشركة فإذا ما ارتفعت إلى المستوى الذي يلائمه وهو مستوى عادة يفوق السعر المتفق عليه ينفذ العقد بالسعر المتفق عليه شرط أن يتم التنفيذ قبل أو في التاريخ المحدد إذا كان العقد أمريكيا أو في التاريخ المحدد إذا كان العقد أوروبياً. ويكون بذلك قد قام بممارسة حقه ويجب على محرر العقد **Option Writer** أن يقبل بالتنفيذ حتى ولو كان يحقق له خسارة.

أما إذا حل تاريخ التنفيذ **Expirate date** وظلت أسعار أسهم تلك الشركة مساوية للسعر المتفق عليه أو دونه فإن حامل العقد لديه الحق في أن يختار عدم تنفيذه ولا يستطيع محرر العقد أن يجبره على التنفيذ.

٢- عقد خيار البيع Put Option:

يقوم المستثمر بحماية نفسه وذلك بالتحوط من خطر انخفاض أسعار الأوراق المالية التي يملكها في السوق(كما يقوم التاجر المصدر لحماية نفسه من خطر انخفاض أسعار صرف العملة التي سيقبض بها ثمن مبيعاته للخارج).

وذلك بشراء عقد حق خيار بيع عدد محدد من أسهم شركة معينة أو(وحدات عملة معينة) بسعر معين قبل أو في تاريخ محدد لطرف آخر هو محرر العقد **The Writer-Under Contract**.

فإذا ما انخفض سعر سهم الشركة أو سعر صرف العملة في السوق إلى مستوى أقل من السعر المحدد في عقد الخيار فإن حامل العقد يمارس حقه في البيع لمحرر العقد بسعر التنفيذ المتفق عليه وعلى محرر العقد أن يشتري بذلك السعر.

أما إذا ارتفع سعر السهم أو سعر صرف العملة إلى أعلى من السعر المحدد فإن حامل العقد لن يمارس حقه وتكون خسارته عبارة عن ثمن شراء العقد فقط.

المكاسب أو المخاسر المتحققة من عقد الخيار:

في حالة تنفيذ العقد تكون مكاسب حامل العقد تساوي عدد الأسهم (سعر السهم في السوق- سعر التنفيذ)- ثمن شراء العقد وتكون خسارة محرر العقد مساوية لنفس المبلغ.

أما في حالة عدم التنفيذ تكون خسارة حامل العقد مساوية لثمن شراء العقد بينما يكون ثمن شراء العقد هو مكسب محرر العقد.

أي أنه في عقود الخيارات يكون هناك دائماً طرف رابح وآخر خاسر والمرابح تساوي الخسائر سواء في حالة التنفيذ أم في حالة عدم التنفيذ.

ويطلق على العقد الذي يؤدي تنفيذه إلى تحقيق أرباح مصطلح (في النقد **In Money the**) وعلى العقد الذي يؤدي تنفيذه إلى تحقيق خسائر مصطلح(خارج النقد **Out of the Money**).

وبناء عليه فإن عقد حق خيار الشراء يصبح في النقد **In the Money** إذا أصبح سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ ويصبح خارج النقد **Out of the Money** إذا أصبح سعر السوق أقل من سعر التنفيذ.

وعلى العكس من ذلك تماماً تكون حالة حق خيار البيع فإنه يصبح في النقد إذا أصبح سعر السوق أقل من سعر التنفيذ وخارج النقد إذا أصيح سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ.

مثال ١:

اشترى مستثمر عقد خيار شراء أسهم مصانع الإسمنت ودفع ثمن العقد (٥) ليرات سورية فإذا كان سعر التنفيذ (٣,٥) وتاريخ التنفيذ بعد شهرين.فإذا كان ثمن السهم في السوق في موعد التنفيذ(٤)عدد الأسهم (١٠٠٠)سهم.

المطلوب:

١. ماذا تسمى العقد؟ وبماذا يوصف؟ ولماذا؟.

٢. هل يقوم حامل العقد بتنفيذه؟.

٣. إذا قام بتنفيذه كم ربحه؟ وكم خسارة محرر العقد؟.

٤. إذا لم يقم بتنفيذه كم خسارته الفعلية وكم ربح محرر العقد؟.

الحل:

١. يسمى هذا العقد عقد خيار شراء **Call Options** ويوصف بأنه **In the Money** لأنه ينتج عنه ربح إذا تم تنفيذه.

٢. من الطبيعي أن يقوم حامله بتنفيذه.

٣. ربح حامله إذا قام بتنفيذه

عدد الأسهم (سعر السوق - سعر التنفيذ) – ثمن العقد

١٠٠٠(٤ ـ ٣,٥) ـ ٥=٥٠٠ ـ ٥= ٤٩٥ ل.س وخسارة محرر العقد ٤٩٥ ل.س.

إذا لم يقم بالتنفيذ فإن خسارته الفعلية هي ثمن العقد(٥) ليرات وربح محرر العقد هو ثمن العقد(٥) ليرات.

مثال ٢: اشترى مستثمر عقد حق خيار بيع أسهم البنك العربي ودفع ثمن العقد٨ ل.س فإذا كان عدد الأسهم ١٠٠٠ سهم وسعر التنفيذ ٢١٨ ل.س وتاريخ التنفيذ بعد شهر فإذا كان ثمن السهم في السوق في موعد التنفيذ هو ٢٢٠ ل.س.

المطلوب:

١. ماذا تسمى العقد؟ وبماذا يوصف؟ ولماذا؟

٢. هل يقوم حامل العقد بتنفيذه؟

٣. إذا لم يقم بتنفيذه، كم تبلغ خسارته؟

٤. إذا لم يقم حامل العقد بتنفيذه كم يبلغ ربح محرر العقد؟

٥. نفرض جدلاً أن حامل العقد قام بتنفيذه، كم تبلغ خسارته؟

الحل:

1. اسم العقد **Put Option** ويوصف بأنه **Out of the Money** لأنه يحقق خسارة إذا تم تنفيذه.
2. لا لن يقوم حامله بتنفيذه.
3. إذا لم يقم بالتنفيذ تبلغ خسارته٨ ل.س وهي ثمن العقد.
4. إذا لم يقم بالتنفيذ تبلغ أرباح محرر العقد٨ ل.س وهي ثمن العقد.
5. إذا قام حامل العقد بتنفيذه تبلغ خسارته:

عدد الأسهم (سعر التنفيذـسعر السوق)ـثمن العقد

=١٠٠٠ (٢١٨ـ٢٢٠)ـ٨=ـ٢٠٠٠ـ٨=ـ٢٠٠٨ ل.س

٢ـ ـ عقود المستقبليات وعقود الآجلات:

٢ ـ ـ١: تعريف العقود المستقبلية[1]:

يمكن تعريف العقد المستقبلي على "أنه التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد".

وبالإضافة لطرفي العقد (المشتري والبائع) يجب أن تحدد في العقد خمسة عناصر رئيسية أخرى هي:

١ـ تاريخ العقد ٢ـ نوع الأصل محل التعاقد ٣ـ تاريخ التسليم

٤ـ الكمية ٥ـ سعر التنفيذ أو سعر التسوية

٦ـ مكان وطريقة التسليم

"وتشمل عقود المستقبليات حالياً السندات الحكومية وأذونات الخزينة والذهب والقمح ومؤشرات الأسهم مثل**NIKEL**، **DJIA** ، **S.&500** واليورو دولار والمعادن النفيسة والمنتجات النفطية [1]".

١- د. محمد مطرـ د. فايز تيّم، أدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص٢٧٠.

تختلف عقود المستقبليات عن عقود الخيار بوجوب التزام طرفي العقد بتنفيذ الاتفاقية حتى النهاية **The obligation to through with the agreed-on agreement**.

بينما تعطي عقود الخيار الحق وليس الالتزام **The right but not the obligating**.

أن الكثير من عقود المستقبليات عقود نمطية **Standardized** ومنظمة بشكل رسمي **Formalized** وكذلك عمليات التعامل بها عمليات نمطية ومنظمة. ويأتي التنميط فيما يتعلق بالأمور التالية:

١ـ حجم العقد "**Contract Size**"

٢ـ تاريخ التنفيذ "**Contracts delivery**"

٣ـ الأسعار المستقبلية التي سيتم التنفيذ على أساسها "**Futures Price**".

٤ـ متطلبات التعامل في بورصات العقود المستقبلية ومنها أن يودع في البورصة كل طرف من أطراف العقد مبلغاً معيناً يسمى الهامش **The Margin** تتراوح قيمته ما بين ٥ـ١٠٪ من قيمة العقد ككفالة حسن تنفيذ من قبل أطراف العقد.

٥ـ المواصفات الواجب توافرها بالسلعة موضوع التعامل من حيث النوعية ومستوى الجودة.

٦ـ طرق ووسائل تسليم السلعة أو الأوراق أو العملات المتفق عليه.

بعض المصطلحات المستعملة عند التعامل بعقود المستقبليات:

١ـ المركز الطويل " **Long position**": يقال أن أحد طرفي العقد المستقبلي قد اتخذ مركزاً طويلاً إذا التزم بالشراء في تاريخ استحقاق العقد.

٢ـ المركز القصير"**Short position**" يقال أن أحد طرفي العقد المستقبلي قد اتخذ مركزاً قصيراً إذا التزم بالبيع في تاريخ استحقاق العقد.

١- د. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء النشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، عمان، ٢٠٠٣، ص١٥٣.

٣ـ "**He Buys a Contract**"وهو مصطلح يطلق على طرف العقد الذي يلتزم بالشراء أي يتخذ مركزاً طويلاً

٤ـ **He sells a Contract**" وهو مصطلح يطلق على طرف العقد الذي يلتزم بالبيع أي يتخذ مركزاً قصيراً.

٥ـ**"Tick"** وهو مصطلح يعبر عن تحرك أو تذبذب الأسعار بقيمة وحدة معينة وتختلف هذه الوحدة من نوع لآخر من عقود المستقبليات.

٦ـ " **Notice Date**" وهو اليوم الأخير من الشهر الذي يسبق شهر تنفيذ العقد وتبرز أهمية هذا اليوم في أنه إذا أراد حامل أحد المراكز الطويلة تصفية مركزه قبل حلول الموعد المحدد للتنفيذ في العقد فإن عليه القيام بذلك قبل الـ **Notice Date**.

- **أنواع عقود المستقبليات:**

تتعدد أنواع المستقبليات حسب نوع موضوع العقد أو الشيء المتعاقد عليه وهكذا فنحن نجد:

عقود المستقبليات المالية**Financial Futures** وفيها يتم التعامل على بيع أو شراء كمية محددة من الأوراق المالية.

عقود مستقبليات المحاصيل الزراعية **Agricultural Commodities Futures Contracts** وفيها يتم بيع أو شراء كمية محددة من المحاصيل الزراعية.

عقود مستقبليات المعادن الثمينة والمواد الخام **Metals and Mineral Futures Contracts** ويتم التعاقد على بيع أو شراء كمية محددة من المعادن الثمينة والمواد الخام.

عقود مستقبليات العملات الأجنبية **Foreign Currencies Futures Contracts** ويتم التعاقد فيها على بيع أو شراء كمية محددة من العملة الأجنبية.

- **المعلومات المنشورة في الوول ستريت جورنال من عقود المستقبليات:**

تنشر الوول ستريت جورنال معلومات يومية عن أسعار مختلف العقود المستقبلية تحت عنوان**Futures PRICES** وتحتوي الصفحات المحتوية على هذه المعلومات

عناوين بارزة تندرج تحتها الأشياء موضوع التعاقد.ويوجد في الولايات المتحدة ما لا يقل عن ١٥ بورصة لعقود المستقبليات أبرزها في شيكاغو والتي تحمل اسم **CBT** المأخوذة من الكلمات **Chicago Board of Trade**.

- **تقدير السعر المستقبلي في عقود المستقبليات[1]:**

إن السعر المستقبلي Futures Price يتأثر بعدة عوامل منها.

السعر الآني **Spot Price**.

سعر الفائدة السائدة في السوق على عملة التعامل وهي الدولار في نيويورك.

كلفة تخزين البضاعة.

كلفة التأمين على البضاعة.

١- كلفة التلف الناتج عن التخزين.

ويتم حساب السعر المستقبلي بالمعادلة التالية:

F= السعر الآني$(١+ع)^{ن}$ +ت

على اعتبار أن:

ع= سعر الفائدة السائدة في السوق على عملة التعامل.

ن= الفترة الزمنية التي ستنقضي بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ استحقاقه.

ت= تكاليف تخزين وتأمين وتلف البضاعة المستقبلي.

ويلاحظ أن السعر المستقبلي في أسواق السلع يكون أكبر من السعر الآني بسبب عناصر الفوائد والتكاليف التي تضم إلى السعر الآني.

مثال٣:

احسب السعر المستقبلي**Futures Price** للعقد **Feb 96(corn)(CBT)** أي عقد ذرة مستقبلي استحقاق شباط ٩٦ إذا كان السعر السائد في سوق الحبوب في

١- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص١٠٠..

شيكاغو بتاريخ إبرام العقد وهو ١٩٩٥/١٢/١ كان ٣٠٦ ١/٤ سنت لكل بشل[١] وتكاليف النقل والتخزين والتلف والتأمين تقدر بـ ١٥٪ من قيمة البضاعة وسعر الفائدة السائد في الأسواق الأمريكية على الدولار هو ١٨٪ ووحدة التعامل في مثل هذه العقود هي ٥٠٠٠ بشل.

الحل:

السعر المستقبلي= السعر الآني (١+ع)^{ن}+ت

السعر الآني ٣٠٦،٢٥

الزمن= من ١٩٩٥/١٢/١ إلى نهاية شهر ٩٦/٢ =٣ شهور أو ٠،٢٥ من السنة.

التكاليف= ٣٠٦،٢٥ × ٠،١٥ = ٤٥،٩٣٧٥ سنت

سعر الفائدة= خ،١٨

F = ٣٠٦،٢٥ (١،١٨)$^{٠،٢٥}$ + ٤٥، ٩٣٧٥ = ٣١٩،١٨٨ +٤٥،٩٣٧٥= ٣٦٥،١٢٥٥ سنت السعر.

٢ ـ ٢ عقود الآجلات[٢] Forward Contract

وهي عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معاً لترتيب مبادلة على أصل معّين في وقت مستقبلي يحدّد مسبقاً وبسعر يحدد مسبقاً أيضاً. ويظهر هنا سعران أحدهما يعرف بسعر التسليم **delivery price** الذي هو السعر السائد **spot price** والآخر بالسعر الآجل. يتساوى السعران وقت التعاقد، إلاّ أن السعر الأول يكون ثابتاً والسعر الثاني يكون قابلاً للتغيير.

١- البشل Bushel ويرمز له بالحروف bu هو مقياس من مقاييس السعة والبشل الأمريكي المعياري يساوي ٢١٥٠، ٤٢ بوصة مكعبة ويساوي ٨ غالونات جافة أو ٣٢ كوارتاً جافاً ومن الواضح أن وزن البشل يختلف من سلعة لأخرى إلا أن وزنه في المعدل يتراوح بين ٤٨-٦٠ باوند والباوند يساوي ٤٥٤ غراماً.

٢- د. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص١٥٤.

وبصورة عامة إن عقود الآجلات ليست أدوات استثمارية بمفهومها التقليدي بل إنها بالأحرى نوع من الاتفاقيات التجارية تعقد بين طرفين لتبادل معيّن سيتم تنفيذه في وقت آخر في المستقبل.

عقود المبادلات Swap Contracts

ويمكن تعريف عقد المبادلة(المقايضة)" بأنه التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد".

وبهذا المفهوم **تحدد شروط عقد المقايضة أو المبادلة عدة عناصر رئيسة هي**[1]:

- طرفا العقد.
- الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة.
- قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة.
- العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات.
- السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليه.
- مدة سريان العقد.

إن الصفة الأساسية في عقد المقايضة هي مقايضة تيار من التدفقات النقدية بآخر[2].

لقد مورست عقود المبادلات لأول مرة في العام ١٩٧٠ بالنسبة للعملات الأجنبية وفي العام ١٩٨١ بالنسبة لأسعار الفائدة ومن ثم دخلت مبادلات السلع والرهن والضرائب. وحتى تجاوزت قيمتها الكلية(٨) ثماني ترليونات من الدولار الأمريكي في نهاية تسعينيات القرن الماضي.

١- د. محمد مطر- د. فايز تيّم، أدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص ٢٨٥.

٢- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص١٠٧..

وتعتمد العقود المعنية حالياً من قبل عدد كبير من البنوك التجارية والمؤسسات غير المالية وشركات التأمين وشركات الرهون واتحادات الاستثمار والوكالات الحكومية.

ومما دفع المستثمرين وأصحاب المصالح المرتبطة إلى الاهتمام بعقود المبادلات هو ما **تتميّز به هذه العقود من خصائص هامة، منها:**[1]

- مقايضة **barter** بين طرفين مع إمكانية دخول طرف ثالث عند وجود مخاطر ائتمانية غير متعادلة مثل مصرف ما مقابل رسم قليل، بغرض إجراء الترتيب والمتابعة.
- مقاصة **arbitrage** حيث قد تشمل العوائد الأطراف الثلاثة معاً.

شروط عقود المبادلات:

إن هناك شروطاً عديدة تسهم في بناء عقود المبادلات وضمان تحقيقها لأهدافها الرئيسة في التحوط من المخاطر وبلوغ الأرباح لكافة أطرافها. **ومن هذه الشروط نذكر:**

- الفترة الملائمة للسداد.
- المؤشر الواقعي للعائد.
- إيجابية دور السماسرة والمتاجرين.
- توافق المراكز الائتمانية للأطراف المتعاقدة.
- توافر المزايا النسبية.
- نطاق المعلومات المتاحة.

أنواع عقود المبادلات:

تسري عقود المقايضة على أدوات إلا أن أهمها ما يسري على العملات وعلى أسعار الفائدة.

١- د. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية،مرجع سبق ذكره، ص.١٦٧

عقود مقايضة العملات:

تتمثل عملية المبادلة (المقايضة) بين عملتين معينتين، في شراء إحداهما ولتكن العملة (س) مثلاً وبيع الأخرى ولتكن العملة (ص) على أساس السعر الآني أو الفوري لكل منهما وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل) والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين.

وتتخذ عقود العملات شكلين:

الأول: عقود مقايضة متوسطة أو طويلة الأجل تحدث في أسواق رأس المال يطلق عليها مصطلح مقايضات رأسمالية **Capital Market Swaps** ويغلب على أغراضها الطابع التحوطي أكثر من أغراض المضاربة. وتلجأ إليها عادة المؤسسات المالية التي تلجأ إلى الاقتراض الطويل الأجل من أسواق رأس المال.

أما الثاني: فهو عقود المقايضة قصيرة الأجل والتي تحدث عادة في أسواق النقد **Money Market Swaps** ويتعامل فيها المضاربون لأغراض تحقيق الأرباح من جراء تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على تلك العملات.

مثال:

إذا كان الصرف الآني أو الفوري للدولار مقابل الدينار ٧٠٠ـ ٧٠٥ فلساً بينما كانت أسعار الفائدة المصرفية على كل من الدينار والدولار لمدة ستة شهور على النحو التالي:

	الدينار	الدولار
إيداع	٥،٨ ٪	٥٪
الإقراض	١٠٪	٦٪

المطلوب: تحديد ما يلي:

الهامش التبادلي **Swap Point**

سعر الشراء والبيع الآجلين للدولار مقابل الدينار.

الحل:

$$\text{الهامش التبادلي شراء} = \text{السعر الفوري} \times \frac{\text{فرق الفائدة}}{١٠٠} \times \frac{\text{المدة}}{٣٦٠}$$

$$= ٧٠٠ \times \frac{٦ - ٥,٨}{١٠٠} \times \frac{١٨٠}{٣٦٠} + ٨،٧٥ \text{ فلس}$$

إذن السعر الآجل/شراء= ٧٠٠+ ٨، ٧٥= ٧٠٨، ٧٥ فلس/ دولار

$$\text{الهامش التبادلي/ بيع} = ٧٠٥ \times \frac{(١٠ - ٥)}{١٠٠} \times \frac{١٨٠}{٣٦٠} = ١٧، ٦٢٥ \text{ فلس}$$

إذن السعر الآجل/ بيع= ٧٠٥ +١٧، ٦٢٥ = ٧٢٢، ٦٢٥ فلس/ دولار.

ومدلول الأسعار الآجلة المشار إليها في عقد المقايضة بأن بإمكان البنك (معطي السعر) أن يشتري الدولار من العميل بتاريخ التعاقد بالسعر الآني أو الفوري وقدره ٧٠٠ فلساً/ دولار. كما أن بإمكانه في الوقت نفسه أن يعيد للعميل تسليم ٦ شهور بسعر البيع الآجل وقدره ٧٢٢، ٦٢٥ فلساً/ دولار.

كما أن بإمكانه أي البنك أن يبيع الدولار للعميل بتاريخ التعاقد بالسعر الآني أو الفوري وقدره ٧٠٥ فلساً وفي الوقت نفسه أن يعيد شراءه من العميل تسليم ٦ شهور سعر الشراء الآجل وقدره ٧٠٨، ٧٥.

هذا ويجدر التنبيه هنا إلى أنه لو كانت أسعار الفائدة على الدولار في مثالنا السابق أعلى من أسعار الفائدة على الدينار لوجب حينئذ طرح الهامش التبادلي للوصول إلى السعرين الآجلين للشراء والبيع بدلاً من إضافتها.

عقود المقايضة لأسعار الفائدة:

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال وذلك بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول اتجاهات تقلب أسعار الفائدة السوقية.

والهدف الرئيسي من استخدام عقود مقايضة أسعار الفائدة هو تخفيض تكلفة التمويل وذلك عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية.

مخاطر المشتقات[1]:

على الرغم من مهارة المتعاملين بعقود المشتقات في أسواقها الخاصة فإنهم يتعرضون في تعاملهم إلى مخاطر كبيرة لأن التعامل بالمشتقات ينطوي على منظومة معقدة من المخاطر تضم عناصرها ما يلي:

المخاطر الائتمانية(مخاطر عدم الوفاء).

- ولتجنب هذه المخاطر يجب القيام بما يلي:
- دراسة أوضاع الطرف الآخر المالية قبل التعاقد معه.
- التوثيق الدقيق للمعاملات بما يوفر الإلزام القانوني للتنفيذ.
- توفير الضمانات الكافية.

مخاطر السوق (المخاطر النظامية) وتتمثل في سلوك الأسعار في السوق.

مخاطر التسوية Settlement Risk.

أي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها ففي الأسواق المالية الأمريكية مثلاً تمتد مدة تسوية الأسهم إلى خمسة أيام من تاريخ البيع حتى تاريخ التسوية الفعلية لذا فإن أحد الأطراف قد يتعرض للخسارة إذا تحرك السعر خلال هذه الأيام في غير صالح قبل التسوية النهائية خاصة عندما لا يتوافق زمن تسليم الثمن مع زمن تسليم الأصل المتفق عليه.

المخاطر التشغيلية Operational Risk:

وتتضمن الخسائر الناتجة عن عدم كفاءة النظام أو عدم كفاءة الرقابة أو أخطاء الإنسان أو سوء الإدارة والعلاج هنا هو العمل على زيادة كفاءة التشغيل بشكل عام.

١- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ١٠٥.

هـذه المخـاطر دفعـت الإدارة الأمريكيـة في بـدايات السـبعينات إلى تحـذير المؤسسات الماليـة مـن التعامـل بالمشـتقات فقـد حـذرت بنـوك الادخـار **Saving Banks** وصـناديق الاسـتثمار العماليـة مـن التعامـل بالمشـتقات حمايـة لأمـوال صـغار المـودعين وأموال التقاعد كما أن مـديري المحـافظ الاسـتثمارية في المؤسسـات الماليـة يمارسـون الكثير من الحيطة والحـذر لـدى تعاملهم بالمشـتقات ولجـأ العديـد منهم إلى تخفيض وزن المشتقات كأدوات استثمار تدخل في تركيب محافظهم.

الفصل السادس عشر

تقييم الأسعار السوقية للأوراق المالية

(Evaluate The Stock Market Prices In Financial Market)

مفهوم التقييم:

أنّ عملية التقييم تُعنى بالمحافظة على السعر التوازني وتلافي أي خلل أو انحراف سلبي قد يطرأ على إيجابية العلاقة التي يفترض أن تسود فيما بين العائد والمخاطرة المحتملة من جراء القيام ببيع أو شراء أية أوراق مالية ، أي أن العائد المتوقع من وجهة نظر المستثمر لا بدّ وأن يتناسب طردياً مع المخاطرة المحتملة [١].

ولاسيما وأن التقييم هو ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه السعر السوقي للأوراق المالية ، وذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم على أساس وجود علاقة طردية بين المخاطرة والعائد المتوقع[٢].

لأن التقييم في حد ذاته يعبر عن المنظومة التي من شأنها تحديد سعر بيع الأوراق المالية في السوق مستقبلاً على اعتبار أن هناك علاقة إيجابية بين العائد المتوقع والمخاطرة المحتملة المترتبة عليها وينبغي العمل باستمرار على صيانتها والمحافظة عليها لكونها سوف تتغير مع الزمن ولا تستقر على حال إضافة إلى أن المستثمر

---

١ ـ سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص٢٩.

٢ ـ نبيل شاكر، الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات، منهج تنمية المعرفية والمهارية، مكتبة شمس، ٤٤، شارع القصر العيني، القاهرة، الطبعة الثالثة، ٢٠٠٠، ص ٣٥٧.

بطبعه يكره المخاطرة ويسعى دوماً لتحقيق أكبر قدر من العوائد بأقل قدر من المخاطر[1].

ليس هناك من شك في أن النماذج الرياضية المستخدمة في عملية التقييم لا تخرج عن كونها معادلات رياضية مجردة، تتكون من خلال العلاقات المنطقية بين المتغيرات الأساسية المكونة لعملية التقييم والتي تعتمد على الربط بين العائد وبين السعر السوقي للورقة المالية محل التقييم، حيث يمثل الطرف الأول والمتمثل في العائد أهمية قصوى بالنسبة للمستثمر سواء أكان فرداً أم مؤسسة، حيث يحرص على تعظيم قيمة كل ورقة مالية في محفظة أوراقه المالية أو يتجه نحو الحرص على تعظيم العائد النهائي المرتبط بالمحفظة ككل[2].

والهدف المحوري المنشأ والمتفق عليه الآن يتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو المساهمين من خلال تعظيم قيمة أسهمها في السوق المالي[3].

وعملية التقييم لا تستقيم إلا بتحديد العوامل التي لها تأثير مباشر أو غير مباشر على الأسعار في بورصة الأوراق المالية والتي تنقسم إلى ما يلي:

- عوامل مباشرة (تحت السيطرة):

وتتمثل في منظومة العوامل أو المتغيرات التي لها تأثير مباشر على الأسعار السوقية للأوراق المالية بشكل عام والأسهم العادية بشكل عام والأسهم العادية بشكل خاص وتنقسم إلى التالي:

- كفاءة السوق: من حيث التخصيص الأمثل للموارد والتشغيل بأقل تكلفة للمعاملات وقدرة التحويل إلى نقدية بسهولة ومدى الكفاءة المعلوماتية.

١- عبد الرافع عبد الرحمن محروس، النظم المحاسبية المطبقة في مصر، ندوة أهمية المعلومات والإفصاح عنها في البورصات العربية القاهرة، نوفمبر ١٩٨٧، ص ١٦.

٢- نبيل شاكر، الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات، مرجع سبق ذكره، ص، ٣٥٨.

٣- المرجع السابق، ص ٣٣.

ـ أداء الشركات: من حيث مؤشرات الربحية وهيكل رأس المال والسيولة والأهمية النسبية لسعر السهم.

ـ رشد المستثمر:من حيث المؤهل والخبرة والدخل والنوع والعمر ومكان الإقامة، وذلك للتعرف على مدى مساهمة وتأثير كل عامل من تلك العوامل على الأسعار السوقية للأوراق المالية، وبالتالي تسهيل مهمة السيطرة عليها، والتحكم فيها من خلال المشاركة في تعزيز وتعميق العناصر الإيجابية ومن ثم استثمارها إلى أقصى حد ممكن، والمشاركة في معالجة وتحييد العناصر السلبية وبالتالي تخفيضها إلى أدنى حد ممكن وكل ذلك بهدف ضمان تحقيق أقصى ما يمكن من العوائد بأقل ما يمكن من التقلبات وبالتالي الاستحواذ على قرار الاستثمار الكفء في بورصة الأوراق المالية.

٢ـ عوامل غير مباشرة (خارج السيطرة):

وهي لا تقل أهمية بأي حال من الأحوال عن العوامل المباشرة من حيث تأثيرها على أسعار البيع في السوق والتي تتمثل بالطبع في الكثير من المتغيرات الاقتصادية والسياسية التي يمكن إدراجها كالتالي[١]:

- حالات الانكماش والانتعاش الاقتصادي والتي تتمثل في حالات الارتفاع والانخفاض في أسعار السلع والخدمات.
- ارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة على القروض والودائع من وإلى البنوك.
- زيادة وانخفاض معدلات الضرائب على الأرباح وبالتالي زيادة وانخفاض التوزيعات من الأرباح السنوية.
- مدى الاستقرار السياسي والاجتماعي والتي تتمثل بالاضطرابات والمظاهرات والحروب على المستوى الداخلي أو الخارجي.
- الكوارث الطبيعية كالزلال والبراكين والفيضانات.

١ـ عبد الرافع عبد الرحمن محروس، مرجع سبق ذكره، ص ١٦.

ولكون هذه المتغيرات تعد من المتغيرات التي تكون خارج نطاق السيطرة ولا يمكن تلافيها لا بد للمستثمر من قبولها والتعايش معها فهي تمثل مخاطر منتظمة وينبغي عليه المطالبة بالتعويض عتها قبل دخوله في هذا الاستثمار أو ذاك، الأمر الذي سوف ينعكس أيضاً سلباً أو إيجاباً على القيمة الحقيقة للسهم والتي على أساسها يزداد العرض أو يقل الطلب على الورقة المالية ويتم قبول أو رفض القيمة السوقية أو بمعنى آخر اتخاذ قرار البيع أو الشراء الملائم.

ولأن القيمة الحقيقة وكما أسلفنا سابقاً هي حاصل قسمة التدفقات النقدية المتوقعة على معدل العائد المطلوب وهو حاصل جمع معدل العائد الخالي من الخطر وبدل المخاطرة المنتظمة، وإذا كان معدل العائد الخالي من الخطر يمثل القيمة الحالية للنقود فإن بدل المخاطرة يمثل الثمن الذي يطلبه المستثمر مقابل المخاطرة المنتظمة على اعتبار أن المخاطر غير المنتظمة هي من مسؤولية المستثمر، وبإمكانه اتخاذ الإجراءات اللازمة لمنع أو على الأقل تخفيف حدة أثرها على العائد المتوقع المتمثل في التوزيعات والأرباح الرأسمالية من خلال تعدد الاختيارات والبدائل المتاحة أمامه.

وهذا يعني بأنه إذا كان العائد المتوقع للورقة المالية ثابتاً فإن أي انخفاض في معدل العائد المطلوب (الخالي من الخطر وبدل المخاطرة) سوف يؤدي بالضرورة إلى زيادة القيمة الحقيقية والعكس صحيح، وهذا يعني أيضاً بأنه إذا كان معدل العائد المطلوب على السهم ثابت فإن أي انخفاض في قيمة العائد المتوقع سوف يؤدي بالضرورة إلى انخفاض القيمة الحقيقة والعكس أيضاً صحيح.

ومن ذلك يلاحظ بأن تأثير المخاطر المنتظمة ينصب على معدل العائد المطلوب من خلال بدل المخاطرة، وتأثير المخاطر غير المنتظمة ينصب على معدل العائد المتوقع من خلال التدفقات النقدية المتوقعة المتمثلة في حاصل جمع التوزيعات مع الفرق بين أسعار البيع وأسعار الشراء للورقة المالية بالإضافة لمعدلات النمو، وبما أن الأول يشكل المقام والثاني بشكل البسط في معادلة القيمة الحقيقة التي على أساسها يتمكن المستثمر من الحكم على مدى قبول أو رفض قرار البيع أو الشراء في سوق

الأوراق المالية، ولكون النتائج المترتبة على العوامل غير المباشرة المتمثلة في كفاءة السوق، وأداء الشركات ورشد المستثمر وبالتالي ضرورة العمل على تحييدها والسيطرة عليها باتجاه ترشيد قرارات الاستثمار الكفء لضمان تحقيق أكبر عائد متوقع بأقل تقلبات محتملة وذلك من خلال المساهمة في تخفيضها أو التحوط لمخاطرها أو تحديد البدل الإضافي المناسب لتحملها فإنه يترتب على نتائج التقييم التي يقوم بها اتخاذه لقرار الاستثمار في هذه الورقة المالية أو تلك بما يتلاءم ومصالحه التي لا تخرج قطعاً عن البحث عن الورقة المالية التي تحقق أعلى العوائد المتوقعة بأقل المخاطر المحتملة، ولتقييم الورقة المالية طرق عديدة تختلف باختلاف نوعية الورقة المالية المراد اتخاذ قرار الشراء أو البيع بخصوصها وذلك كالتالي:

١ ـ تقييم أذونات الخزينة[1] Treasury Bills

عادة ما يكون المستثمرون في أذونات الخزينة مؤسسات استثمارية(وليسوا أفرادا) مثل البنوك وشركات التأمين وشركات الاستثمار ويتم التعامل بين البنك المركزي وهؤلاء المستثمرين عند طرح الإصدار حيث يدعو البنك المركزي المهتمين إلى المزايدة على الإصدار حيث يتم البيع للمزا ودين حسب تدرج أسعارهم (بحيث تعطي الأولوية لصاحب أعلى سعر فالأقل فالأقل...) وبالكميات التي يرغبون فيها وضمن الحدود التي يضعها البنك المركزي وبعد ذلك يتم التعامل بهذه الأذونات في الأسواق النقدية بين المستثمرين من خلال الوسطاء حيث تنشر المعلومات الملائمة عن أذن الخزينة وتتضمن القيمة الاسمية وعائد الخصم على سعر البيع وعائد الخصم على سعر الشراء والزمن الباقي لموعد الاستحقاق وباستخدام هذه المعلومات يتم حساب سعر الأذن في السوق أي بكم سيشتري المستثمر هذا الأذن من الوسيط وكذلك يتم حساب الثمن الذي يكون الوسيط مستعداً لدفعه لحامل الأذن إذا رغب هذا الأخير في بيعه للوسيط أما ما يربحه الوسيط فهو الفرق بين سعر بيعه للأذن وسعر شرائه له ويسمى ربح الوسيط بالانجليزية **The Spread** ويعتمد حجم ربح

١- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ١٤٩.

الوسيط على الفرق بين عائد الخصم على سعر البيع الذي يستعمل لحساب ثمن الأذن شراء في السوق بالنسبة للمستثمر وعائد الخصم على سعر الشراء الذي يستعمل لحساب ثمن الأذن الذي يشتري به الوسيط الأذن من المستثمر.

أما المعادلات المستعملة فهي:

ثمن الأذن في السوق من وجهة نظر المستثمر أي المبلغ الذي يشتري به المستثمر

الأذن = القيمة الاسمية للأذن[١ـ(عائد الخصم على سعر البيع $\frac{\text{عدد الأيام للاستحقاق}}{٣٦٠}$)]

مثال:

إذا كانت القيمة الاسمية لإذن خزينة (١٠٠٠٠) ل.س وعائد الخصم على سعر البيع ٩٪ وعائد الخصم على سعر الشراء ١٠٪ وعدد الأيام لموعد الاستحقاق ٩٠ يوماً.

<u>المطلوب:</u>

احسب ثمن الأذن في السوق أي بكم يشتري المستثمر هذا الأذن.

احسب بكم يشتري الوسيط الأذن من المستثمر.

حساب ربح الوسيط بطريقتين.

الحل:

١ – ثمن الأذن في السوق=

القيمة الاسمية للأذن [١ـ(عائد الخصم على سعر البيع× $\frac{\text{الأيام للاستحقاق}}{٣٦٠}$)]

=١٠٠٠٠[١ـ(٠,٠٩×٩٠/٣٦٠)] =٩٧٧٥ ل.س

لمعرفة بكم يشتري الوسيط الأذن من المستثمر تستعمل نفس المعادلة السابقة مع استخدام عائد الخصم على سعر الشراء بدلاً من عائد الخصم على سعر البيع.

ثمن شراء الأذن من المستثمر(الثمن الذي يدفعه الوسيط) =

القيمة الاسمية للأذن[١ـ(عائد الخصم على سعر الشراء× $\frac{\text{عدد الأيام للاستحقاق}}{٣٦٠}$)]

=١٠٠٠٠[١ـ(٠,١٠×٩٠/٣٦٠)] =٩٧٥٥ ل.س

حساب ربح الوسيط **The Spread**

ينتج ربح الوسيط عن الفرق بين عائد الخصم لسعر البيع وعائد الخصم لسعر الشراء مع ملاحظة أن عائد الخصم لسعر الشراء أكبر.

ويتم حساب ربح الوسيط بإحدى الطريقتين وهما :

الطريقة الأولى:

ربح الوسيط = ثمن بيع الأذن للمستثمر ـ ثمن شراء الأذن من المستثمر

= ٩٧٧٥ ـ ٩٧٥٥ =٢٠ل.س

الطريقة الثانية:

ربح الوسيط = القيمة الاسمية×عدد الأيام الاستحقاق/٣٦٠(عائد الخصم على سعر الشراء ـ عائد الخصم على سعر البيع)

=١٠٠٠٠×٩٠/٣٦٠(٠,١٠ـ٠,٠٩)=٢٥ل.س

٢ ـ ـ تقييم السندات Bonds:

إذا كان السعر الاسمي للسندات يتم تحديده في بداية حياة الإصدار والسعر السوقي هو الذي يتحدد بموجب آلية العرض والطلب في السوق فإن القيمة الحقيقية ما هي إلاّ " القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من السند خلال فترة زمنية معينة"[1]، أو هي عبارة عن" القيمة الحالية لتيار مدفوعات الفائدة الثابتة مضافاً إليها القيمة الحالية للقيمة الاسمية للسند في نهاية فترة الاستحقاق "[2].

ولكون هذه القيمة تستخدم في الضبط والرقابة على القيمة السوقية تمهيداً لاتخاذ قرار البيع أو الشراء فإنّ التعرف عليها يعدّ من ضرورات الاستثمار في الأسواق المالية.

١- سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص٣٣١

٢- نبيل شاكر، الإدارة الفعالة في الأموال والمشروعات، مرجع سبق ذكره، ص٣٩٣.

وذلك لأن الاطمئنان لأسعار السوق عند اتخاذ قرار بيع أو شراء الورقة المالية يتحدد في مدى قربها أو بعدها عن القيمة الحقيقية التي تقابلها وبما أن الأسعار السوقية يمكن تحديدها بمجرد الإطلاع على نشرة البورصة والسعر الاسمي هو السعر المحدد بموجب نشرة الإصدار والسند نفسه، فإن القيمة الحقيقية لا يمكن تحديدها إلا من خلال حاصل ضرب العائد النقدي في معامل القيمة الحالية لدفعة متكررة مضافاً إليه حاصل ضرب القيمة الاسمية في معامل القيمة الحالية وعندها يستطيع المستثمر أن يتخذ قرار الاستثمار الذي يتلاءم ومصالحه الذاتية في ضوء المقارنة بين ما هو معلن وبين ما هو محسوب وذلك باستخدام المعادلة التالية[1]:

ق ح = ف×م ق ح د (ن، م) + ق أ × م ق ح د غ(ن، م)

حيث أن:

ق ح = القيمة الحقيقية للسند.

ف = قيمة الفائدة السنوية.

م ق ح د = معامل القيمة الحالية لدفعة متكررة.

ن = فترة السند المتبقية عن تاريخ الاستحقاق.

م = معامل الخصم أو معدل العائد المطلوب.

ق أ =القيمة الاسمية للسند.

م ق ح د غ = معامل القيمة الحالية لدفعة غير متكررة.

<u>مثال:</u>

إذا قام البنك المركزي بإصدار أحد السندات قبل(٥) سنوات بمعدل فائدة نسبتها (١٠٪) وبقيمة اسمية مقدارها(١٠٠٠) ل.س، ولمدة(٢٠) سنة، وقد بلغت القيمة السوقية في البورصة (١١٠٠) ل.س.

١- المرجع السابق، ص٣٩٢-٣٩٣.

المطلوب: فما هي القيمة الحقيقية لهذا السند الآن؟ وذلك إذا كان معدل الخصم الذي يقبله المستثمر هو (٨٪) و(١٥٪) على التوالي.

الحل:

عندما يكون معدل العائد المطلوب(م) = ٨٪ فإن:

ق ح=١٠٠٠×١٠×٠,١٠×م ق ح د(١٥, ٨٪)+١٠٠٠×م ق ح د غ(١٥,٨٪)

= ١٠٠×٨,٥٦+١٠٠٠×٠,٣١٥٢=١١٧١,٢ ل.س.

ولكون القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية بمقدار(١١٠٠ـــ ١١٧١,٢)=١٧١,٢ل.س فإننا ننصح المستثمر بالشراء وعدم البيع، وذلك لأن السعر الحقيقي من المتوقع أن يكون هو السعر السوقي في المستقبل.

عندما يكون معدل العائد المطلوب(م)= ١٥٪ فإن:

ق ح=١٠٠٠×١٠×٠,١٠×م ق ح د(١٥، ١٥٪)+١٠٠٠×م ق ح د غ(١٥، ١٥٪)

= ١٠٠×٥,٨٤٧+١٠٠٠×٠,١٢٣=٧٠٧,٧ ل.س.

ولكون القيمة السوقية أكبر من القيمة الحقيقية بمقدار(١١٠٠ـــ ٧٠٧,٧)=٣٩٢,٣٠٠ ل.س فإننا ننصح المستثمر بالبيع وعدم الشراء، وذلك لأن السعر الحقيقي من المتوقع أن يكون هو السعر السوقي في المستقبل.

المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل السندات:

يمكن الاستفادة من المؤشرات المالية في تحليل السندات:

١ـ كوبون السند**Bond Coupon**:

يقصد بكوبون السند الإيراد أو الدخل السنوي الذي يحققه المستثمر من كل سند ويسدد الكوبون لحامل السند إما على أساس سنوي، أو على أساس نضف سنوي.

ريع(مردود) السند **Bond Yield**:

وهو مؤشر لتقييم ربحية السند بالمقارنة مع ربحية البدائل الاستثمارية الأخرى وذلك ضمن مفهوم تكلفة الفرصة البديلة، وبذلك يصبح ريع السند مناظراً لريع السهم.

ويمكن قياس ريع السند في عدة صور على النحو التالي:

المردود أو الريع الاسمي **Nominal Yield**: ويمثل الدخل السنوي للسند منسوباً لقيمته الاسمية:

$$NY = \frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{القيمة الاسمية للسند}}$$

ويلاحظ بأن الريع الاسمي للسند مرادف لسعر فائدة السند.

المردود الجاري **Current Yield(CY)**: ويمثل الكوبون السنوي للسند منسوباً لسعره السوقي.

$$CY = \frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{السعر السوقي للسند}}$$

المردود المتوقع للسند **promised Yield(PY)**: ويعتبر المؤشر الأكثر أهمية في تقييم ربحية السند، لأنه يقاس بعد الأخذ بعين الاعتبار جميع التدفقات النقدية المتوقعة من السند.

ويتم احتساب المردود المتوقع من السند بأسلوبين:

الأسلوب الأول: يقوم على افتراض أن المستثمر سيحتفظ بالسند لحين الاستحقاق، وتحدد قسمة المردود المتوقع بموجب هذا الأسلوب على أساس تقريبي وفقاً للنموذج التالي:

$$Y = C + \frac{P - V}{n} / \frac{P + V}{2}$$

وذلك حيث:

Y= المردود المتوقع للسند.

C= كوبون السند.

P= القيمة المستردة للسند (القيمة الاستهلاكية).

V= سعر شراء

N= أجل السند.

T= ترتيب أرقام السنوات حيث(**t=1.2.3…n**)

أما الأسلوب الثاني: ووفقاً لهذا الأسلوب يحدد المردود المتوقع (**PY**). بطريقة التجربة والخطأ والتي تقوم على ما يعرف بمفهوم العائد الداخلي على الاستثمار(**IRR**) وذلك حسب النموذج التالي:

$$\mathbf{V}=\sum_{t=1}^{n}\frac{C_1}{(1+Y)^1}+\frac{C_2}{(1+Y)^2}+.....+\frac{Cn+P}{(1+Y)^n}$$

ومدلول المعادلة أعلاه هو أن السعر الجاري للسند (**V**) سيتحدد على أساس القيمة الحالية لجملة التدفقات النقدية التي سيحصل عليها المستثمر مخصومة بمعدل خصم يعادل المردود المتوقع (**Y**). وتتمثل هذه التدفقات النقدية بجملة كوبونات السند التي يحصل عليها المستثمر سنوياً، بالإضافة للدفعة الأخيرة التي يحصل عليها المستثمر في نهاية السنة الأخيرة والتي تتمثل بالكوبون الأخير مع القيمة المستردة للسند وهي هنا القيمة الاسمية.

عائد الاحتفاظ بالسند **Holding Period Return**:

يقصد به العائد على الاستثمار السنوي الذي يحققه المستثمر في السندات، وذلك بدلالة الدخل السنوي (الكوبون) والتقلب الحادث في سعره السوقي، أي أن:

$$\mathbf{HPR}=\frac{\text{القيمة الإجمالية للدخل من جميع المصادر}}{\text{سعر شراء السند}}$$

المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند **Bond Duration**:

يعتبر أداة مناسبة لتحديد السعر السوقي المناسب لشراء السند خصوصاً عندما يقترن استخدامه بمؤشر آخر هو معامل تحدب المنحنى **Convexity** الممثل للعلاقة القائمة بين السعر السوقي للسند من جهة والمردود المطلوب منه **Required Yield** من جهة أخرى والذي يعبر عن خاصية تقلب السعر السوقي للسند بتقلب الريع المتوقع منه. فباستخدام هذين المؤشرين معاً يمكن قياس حساسية السعر السوقي للسند لتقلب مردود السند وذلك عن طريق قياس نسبة التغير الذي يحدث في السعر للسند الناتجة عن تغير يحدث في المردود المطلوب تحقيقه من السند.

العوامل المؤثرة على المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند (**D**):

حيث أن مؤشر الـ(**D**) يعبر عن متوسط طول الفترة الزمنية التي على حامل السند أن ينتظرها للحصول على التدفقات النقدية المتوقعة من استثماراته، كما أنه يقيس أيضاً حساسية قيمة استثماراته للتقلبات التي تحدث في أسعار الفائدة.

لذا يتأثر هذا المؤشر(**D**) بمجموعة من العوامل مثل:

١ـ أجل السند **Maturity**

فالعلاقة بين الـ (**D**) وأجل السند علاقة طردية مما يعني أنه في حال ثبات العوامل الأخرى يزيد الـ (**D**) الخاص بسند معين كلما طال أجل السند والعكس بالعكس.

٢ـ كوبون السند **Coupon**

والعلاقة بينهما عكسية، وهذا يعني أنه في حال ثبات العوامل الأخرى ينخفض الـ (**D**) الخاص بسند معين كلما ارتفع كوبون السند والعكس بالعكس.

٣ـالمردود المطلوب أو المتوقع على السند **Promised Yield**

والعلاقة بينهما عكسية أيضاً. مما يعني أنه في حال ثبات العوامل الأخرى ينخفض أل (**D**)الخاص بسند معين كلما ارتفع مردود السند والعكس بالعكس.

أساليب قياس المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند:

يقاس هذا المؤشر بعدة طرق لكن أكثرها شيوعاً طريقتان هما:

طريقة ماكولي **Macaulay s Method**

طريقة فيشر**Fisher s Method**

طريقة ماكولي:

تقوم طريقة ماكولي في قياس الـ(**D**) على استخدام النموذج الرياضي التالي:

$$D = 1 + \frac{C1/(1+Y)^1}{V} + 2 \times \frac{C2l(1+Y)^2}{V} .... \frac{n(Cn+Pn)/(1+Y)^n}{V}$$

وذلك حيث:

V = القيمة السوقية للسند (السعر السوقي).

C = كوبون السند.

P = القيمة الاسمية للسند وهي هنا القيمة المستردة بتاريخ الاستحقاق.

Y = المردود الداخلي للسند أو المردود لحين الاستحقاق.

مثال:

لنفرض أن شخصاً اشترى سنداً قيمته الاسمية ١٠٠٠ ل.س يستحق بعد ٣ سنوات وكان السند قد صدر بكوبون سنوي ١٠٪ يدفع سنوياً كما يسترد بقيمته الاسمية في نهاية أجل السند.

المطلوب:

١ـ تحديد الـ(**D**) للسند بافتراض أن المردود الذي كان يتوقعه على استثماراته في السند لحين الاستحقاق(**Y**) ١٠٪.

٢ـ تحديد الـ(**D**) للسند بافتراض أن المردود الذي كان يتوقعه على استثماراته في السند (**Y**)١٢٪.

الحل بافتراض (**Y**)١٠٪:

بتطبيق نموذج ماكولي للسند كما يلي:

$$D = \frac{1\times 100/(1.1)^1}{1000} + \frac{2\times 100/(1.1)^2}{1000} + \frac{3\times 100/(1.1)^3}{1000}$$

= (١×٠,٠٩)+ (٢×٠,٨٢٦)+ (٣×٠,٨٢٦٥)

= ٠,٠٩٠٩ + ٠,١٦٥+ ٢,٣٨

= ٢,٧٤ سنة

ويتم تعديل (**D**) ليحدد منه ما يعرف بالمتوسط المرجح المعدل لطول فترة الاحتفاظ بالسند **Modified Duration** وذلك بالمعادلة التالية:

$$MD = \frac{D}{L+Y}$$

فإن **MD** = $\frac{٢,٧٤}{١+٠,٠١}$ = $\frac{٢,٧٤}{١,١٠}$ = ٢,٤٩

ومنها نحدد درجة حساسية أو استجابة سعر السند للتغير الحادث في سعر الفائدة ليكون ٢,٤٩٪. ومدلول ذلك أنه لو حدث تغير بالزيادة في سعر الفائدة مثلاً وبمعدل ١٪ فإن ذلك سينعكس على السعر السوقي للسند وفي اتجاه عكسي أي بالانخفاض بمعدل ٢,٤٩٪ أي أن السعر السوقي للسند المشار إليه سيصبح ١٠٠٠ ـ٢,٤٩٪= ٩٩٧,٥ل.س.وكذلك لو حدث مثلاً تغير بالنقص في سعر الفائدة بمعدل ٢٪ فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع في السعر السوقي للسند بمعدل ٢×٢,٤٩٪=٤,٩٨٪ أي سيصبح ١٠٠٠+٤,٩٨= ١٠٠٤,٩٨ل.س.

ـ بافتراض(**Y**) ١٢٪

D=٢,٧سنة تقريباً

MD=$\frac{٢,٧}{١+٠,١٢}$=٢,٤

كما أن درجة استجابة أو حساسية السعر ٢,٤٪

نلاحظ أنه بارتفاع المردود المتوقع من السند(**Y**) انخفض مؤشر (**D**) للسند مما يؤكد العلاقة العكسية التي سبقت الإشارة إليها بين المؤشرين.

استخدام المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند في تحديد سعره السوقي:

يمكن الاستفادة من مؤشر المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند(**D**) بجانب معامل تحدب منحنى السعر مع المردود أي حساسية السعر السوقي للسند مع المردود المتوقع منه(**Convexity**) في تحديد السعر المناسب لشراء السند وفقاً لمعدلات متغيرة من المردود المتوقع. ويتم ذلك من خلال استخدام المشتقة التالية:

$$\frac{dp}{p} = -D(dr) + conv.(dr)^2$$

وذلك حيث:

$\frac{dp}{p}$ = نسبة التغير الحادث في السعر السوقي للسند

D= المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند

Conv= معامل تحدب منحنى السعر مع المردود(حساسية السعر مع المردود).

Dr= نسبة التغير الحادث في المردود المطلوب أو المتوقع.

مثال:

بالرجوع للسند المشار إليه في المثال والذي حددنا مؤشر (**D**) له بمقدار ٢,٧٤ وبافتراض أن المستثمر قد رفع المردود المطلوب (**Y**) بمقدار ٥٪ كما أن معامل تحدب السعر (**Conv**) مع المردود المطلوب أو المتوقع كان لذلك السند ٦٪.

المطلوب: فما هو مقدار السعر السوقي لشراء السند؟

الحل: بتطبيق العلاقة أعلاه على النحو التالي:

p/Dp=(ـ٢,٧٤×٠,٠٥)+٦×(٠,٠٥)٢

=-٠,١٣٧+٠,٠١٥=٠,١٢٢=١٢,٢٪ تقريباً إذن فالسعر السوقي المناسب للسند سينخفض من ١٠٠٠ ل.س إلى ١٠٠٠×٨٧,٨= ٨٧٨ ل.س

نلاحظ ما يلي:

١ـ حيث أن العلاقة بين الـ(D)والريع(Y)علاقة عكسية، إذن فالأثر المتوقع لارتفاع (Y) على مؤشر الـ(D) سيكون سالباً.

كذلك وحيث أن العلاقة بين(D) والسعر السوقي طردية، إذن ستكون محصلة ارتفاع (Y) على السعر السوقي للسند سالبة أيضاً.

٢ـ أما علاقة المردود(Y) مع (Conv) فهي عكسية، وفي الوقت نفسه عكسية مع السعر السوقي.لذا كانت محصلة ارتفاع (Y)على السعر السوقي للسند موجبة.

٢ـ طريقة فيشر:

لاحظنا أن نموذج ماكولي يقوم على فرضية عدم تغير معدلات الفائدة في المستقبل، في حين أن نموذج (فيشر) يرفض هذه الفرضية ويتوقع تغير أسعار الفائدة.

لو فرضنا في مثالنا السابق أن معدلات الفائدة المتوقعة على مدار السنوات الثلاث القادمة هي:٨٪، ١٠٪، ١٥٪ على التوالي. في هذه الحالة يحدد(D) بموجب نموذج(فيشر) كما يلي:

$$D = 1 \times \frac{c/(1-r1)}{V} + 2 \times \frac{c/(1-r1)(1+r2)}{V} + 3 \times \frac{(cn+pn)(1+r1)(1+r2)(1+r3)}{V}$$

$$D = 1 \times \frac{100/(1.08)}{1000} + 2 \times \frac{100/(1.08)(1.1)}{1000} + 3 \times \frac{1100(1.08)(1.1)(1.15)}{1000}$$

$$D = 0.0925 + 0.168 + 2.41$$

$$D = 2.67 \text{ سنة}$$

٣ـ تقييم الأسهم العادية (Ordinary Shares)

إن السعر الاسمي للأسهم العادية يتحدد وكما أسلفنا بموجب عقد التأسيس ووثيقة الإصدار، أما السعر السوقي فإنه يتحدد بموجب آلية العرض والطلب في

البورصة أما القيمة الحقيقية فهي عبارة عن "القيمة الحالية لتيار التوزيعات المتنامية مضافاً إليها القيمة الحالية للقيمة المستردة للسهم العادي في نهاية مدة الاستثمار" [١].

ولكون المستثمر وكما هو الحال في السندات لن يتخذ قرار الشراء أو البيع من عدمه إلا بعد قيامه باحتساب القيمة الحقيقية، ومقارنتها مع القيمة السوقية ليقوم بدفع أو قبض قيمة هذا السهم أو ذاك في منتهى القناعة والوضوح، وبما أن القيمة السوقية معروفة فإن القيمة الحقيقية سوف يتم التوصل إليها من خلال مدخل التدفقات النقدية الذي يتمثل في حالة التدفقات الثابتة من خلال حاصل قسمة التدفقات النقدية السنوية على معدل العائد المطلوب، وفي حالة التدفقات النقدية النامية بحاصل قسمة التدفقات النقدية السنوية على معدل العائد المطلوب مطروحاً منه معدل النمو في التدفقات النقدية، وفي حالة التدفقات المتحركة بحاصل جمع القيمة الحالية للتدفقات النقدية خلال مراحل النمو غير الثابت مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية في نهاية مرحلة النمو الثابت، أو من خلال مدخل مضاعف السعر الذي يتمثل في حاصل قسمة سعر السهم في السوق على نصيب السهم من الربح ومقارنته مع عدد المرات أو الفترات القادمة التي يرغب المستثمر خلالها باسترجاع قيمة كامل ما سوف يقوم بدفعه مقابل حصوله على السهم لكي تكون التدفقات التي يحصل عليها بعد ذلك ولحين اتخاذه لقرار بيعها في السوق عوائد ومكاسب صافية لا يقابلها أية تكاليف رأسمالية، أو من خلال مدخل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

(Capital Asset Pricing Model(CAPM)) الذي يتمثل في حاصل قسمة السعر المتوقع للسهم بعد مدة معينة على حاصل جمع واحد صحيح مع معدل العائد الخالي من الخطر مع حاصل ضرب سعر المخاطرة المنتظمة في التغير بين السهم والسوق[٢]، أو من خلال مدخل حاصل قسمة التوزيع السنوي المتوقع مع نهاية سنة من شرائه على معدل العائد المطلوب، أو من خلال مدخل حاصل قسمة التوزيع

١- نبيل شاكر، الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات، مرجع سبق ذكره، ص ٣٨.

٢ ـ سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٣٧٩ـ ٣٩٧.

السنوي المتوقع بعد نهاية سنة من شرائه على معدل العائد المطلوب مطروحاً منه معدل النمو المتوقع[1].

وللتبسيط وضمان السرعة في إنجاز هذا المشروع سوف يكتفي المؤلف باستعراض طرق احتساب القيمة الحقيقية التي تقوم على المدخل الأكثر شيوعاً في الواقع العملي، والذي يتمثل حصراً بمدخل التوزيعات المتوقعة،وذلك على أمل الخوض في تفاصيل المداخل الأخرى في الطبعات القادمة من هذا الكتاب (إن شاء اللّه).

وعليه فإن مدخل التوزيعات المتوقعة يقوم على أساس أن توزيعات الأرباح على الأسهم تعتبر هي المصدر الأساسي للتدفقات النقدية التي يحصل عليها المساهم، وبالتالي فإن السعر الحقيقي للسهم يتحدد بالتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها في المستقبل ولصعوبة تحديد عمر السهم الناجمة عن صعوبة تحديد عمر محدد للشركة المصدرة فإنه سوف يتم احتساب هذا السعر وفقاً للحالات التالية:

أولاً: حالة التوزيعات الثابتة (**Zero- Growth Model**):

أي إن التوزيعات تكون ثابتة من سنة إلى أخرى دون أدنى تغير وهنا تستخدم المعادلة التالية لاحتساب السعر الحقيقي:

$$\text{س ق} = \frac{\text{ت}}{\text{م ع م}}$$

حيث أن:

س ق = السعر الحقيقي للسهم.

ت = التوزيعات النقدية على السهم (العائد المتوقع).

م ع م = معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر.

---

١ ـ نبيل شاكر، الإدارة الفعالة في الأموال والمشروعات، مرجع سبق ذكره، ص٣٦٧ـ٣٨٤.

مثال:

إذا كان من المتوقع أن يتم توزيع مبلغ (٢) ل.س سنوياً على السهم (س) بصفة ثابتة ومعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين هو (١٢٪) وسعر السهم في السوق الآن هو (٢٠) ل.س، فما هو السعر الذي يقبل أن يدفعه المستثمر مقابل الحصول على هذا السهم ؟؟

الحل:

السعر الحقيقي الذي يقبل أن يدفعه المستثمر مقابل الحصول على هذا السهم هو:

$$\frac{٢}{٠,٢} = ١٦,٦٧ \text{ ل.س}$$

وبما أن سعر السوق أكبر من السعر الحقيقي بمقدار ٢٠ـ ١٦,٦٧ = ٣,٣٣ ل.س، فإن المستثمر سوف يعزف عن الشراء ويقبل على البيع وذلك لأن السعر الحقيقي من المتوقع أن يكون هو السعر السوقي في المستقبل.

ثانياً: حالة التوزيعات المتنامية بنسبة ثابتة (**Constant- Growth Model**):

أي أن التوزيعات تنمو سنوياً بنسبة نمو ثابتة، وهنا نستخدم المعادلة التالية لاحتساب السعر الحقيق:

$$\text{س ق} = \frac{\text{ت+ق م ن}}{\text{م ع مـ م ن}}$$ حيث أن:

س ق = السعر الحقيقي للسهم.

ت = التوزيعات النقدية الحالية.

ق م ن = قيمة معدل النمو في التوزيعات النقدية الحالية.

م ع م = معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين.

مثال: على افتراض نفس البيانات الواردة في المثال السابق، لكن إذا كان هناك معدل نمو في التدفقات النقدية السنوية تشكل نسبة (٥٠٪) فما هو السعر الحقيق الجديد الذي يقبل أن بدفعه المستثمر مقابل حصوله على نفس السهم؟

الحل؟

إن السعر الحقيقي هو: $\frac{\text{٢+(٢×٠,٠٥)}}{\text{٠,١٢-٠,٠٥}}$ =ل.س،

وبما أن سعر السوق أقل من السعر الحقيق الجديد بمقدار ٢٠ـ٣٠= (١٠) ل.س فإن المستثمر سوف يقبل على الشراء ويعزف عن البيع، وذلك لأن السعر الحقيق من المتوقع أن يكون هو السعر السوقي في المستقبل.

أما إذا كانت التوزيعات على العكس من ذلك تتناقص بنسبة ثابتة فإن الذي يتغير في المعادلة فقط هو إشارة النمو في البسط والمقام حيث تصبح في الأول سالبة وفي الثاني موجبة.

ثالثاً: حالة التوزيعات المتغيرة (**Variable- Growth Model**): أي أن التوزيعات تتغير من فترة إلى أخرى ولاحتساب السعر الحقيقي في مثل هكذا حالة فإن عملية تقدير هذه القيمة تتم عبر المراحل التالية:

المرحلة الأولى:

احتساب القيمة الحالية للتوزيعات في مرحلة النمو غير الثابت.

المرحلة الثانية: احتساب القيمة الحالية للتوزيعات في مرحلة النمو الثابت.

المرحلة الثالثة: إضافة نتيجة المرحلة الأولى إلى نتيجة المرحلة الثانية للحصول على السعر الحقيقي للسهم.

أما إذا تعددت مراحل النمو غير الثابت أي كانت أكثر من مرحلة واحدة فإنه سوف ينطبق عليها، ما ينطبق على المرحلة الواحدة، أي يتم احتساب القيمة الحالية للتوزيعات في كل مرحلة ومن ثم يضاف إليها نتيجة المرحلة الثانية وكالتالي:

مثال: على افتراض أن توزيعات الأرباح الواردة في المثال السابق كما هي (٢) ل.س للسهم الواحد إلا أن الشركة من المتوقع إن تنمو أرباحها في السنوات الثلاثة الأولى من عمرها بمعدل(٢٠٪) وتنخفض أرباحها في السنوات الثلاثة التالية بمعدل (٥٠٪) وبعد ذلك سوف تستقر عند معدل نمو (١٠٪) فما هو السعر الحقيقي الذي يقبل أن يدفعه المستثمر مقابل الحصول على أسهم هذه الشركة على افتراض أن معدل الخصم هو (١٢٪) مع العلم بأن سعر السهم في البورصة هو (٥٠) ل.س.

الحل:

احتساب القيمة الحالية للتوزيعات في مراحل النمو غير الثابت (المتغير):

السنة	التوزيعات	م ق ح ١٢٪	القيمة الحالية
١	٢×١,٢= ٢,٤٠	٠,٨٩٣	٢,١٤٢٣
٢	٢,٤×١,٢= ٢,٨٨	٠,٧٩٧	٢,٢٩٥٤
٣	٢,٨٨×١,٢= ٣,٤٦	٠,٧١٢	٢,٤٦٣٥
٤	٣,٤٦×٠,٨٥= ٢,٩٤	٠,٦٣٦	١,٨٦٩٨
٥	٠,٢٩٤×٠,٨٥= ٢,٥٠	٠,٥٦٧	١,٤١٧٥
٦	٢,٥٠×٠,٨٥= ٢,١٢	٠,٥٠٧	١,٠٧٤٨
إجمالي قيمة المرحلة الأولى			١١,٢٦٣٣

احتساب القيمة الحالية للتوزيعات في مرحلة النمو الثابت:

نستخدم نفس نموذج التوزيعات الثابتة السابق لكن مع الأخذ بعين الاعتبار بأن القيمة الحالية للتدفقات النقدية في بداية السنة السابعة هي نفس القيمة الحالية للتدفقات النقدية في نهاية السنة السادسة وليس الأولى.

وبتطبيق المعادلة فإن القيمة الحالية للتوزيعات في مرحلة النمو الثابت هي:

$$\frac{٢,١٢\times١,١\times٠,٥٠٧}{٠,١٢-٠,١٠} = \frac{١,١٨٢٣}{٠,٠٢} = ٥٩,١٢٠$$

٣ـ حاصل جمع القيمة الحالية في البند رقم(١) والبند رقم(٢) يمثل القيمة الحقيقية التي يقبل أن يدفعها المستثمر، وتساوي:

١١,٢٦٠ + ٥٩,١٢٠= ٧٠,٨٠ ل.س.

وبما أن سعر السوق أقل من السعر الحقيقي بمقدار (٥٠ــ ٧٠,٣٨٠ =(٢٠,٣٨٠)ل.س، فإن المستثمر سوف يقبل على الشراء ويعزف عن البيع أما لو كانت النتائج على العكس من ذلك فإنه سوف يعزف عن الشراء ويقبل على البيع وفي الحالتين سوف يتحقق له أرباح وهذا هو الهدف الأسمى وإلا فإنه لن يكون مستثمراً رشيداً.

تقييم الأسهم الممتازة (Preferred Stokes):[1]

سيتم بحث المواضيع التالية ضمن موضوع تقييم الأسهم الممتازة:

١- القيمة الاسمية للسهم الممتاز:The Face Value

وهي القيمة التي يصدر بها السهم الممتاز لأول مرة وتكون هذه القيمة مكتوبة على السهم وهي تشكل الأساس الذي يتم بناء عليه حساب أرباحه.

٢ـ القيمة الدفترية للسهم الممتاز:The Book Value

وهي تساوي قيمته الاسمية وذلك لأن السهم الممتاز لا يشارك في الأرباح المحتجزة لأن تلك الأرباح هي من حقوق حملة السهم العادي وليس للأسهم الممتازة فيها نصيب.

٣ـالقيمة السوقية للسهم الممتاز:The Market Value

وهي القيمة التي يباع فيها السهم الممتاز في السوق.

٤ـ السعر العادل للسهم الممتاز: The Fair Price

تقع الأسهم الممتازة على منطقة الحدود بين الأسهم العادية والسندات فهي تشبه السندات لأن عائدها ثابت ومعروف وهي تعد من الأسهم لأنها تمثل أموال ملكية.

---

١ ـ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ١٦٥ـ١٥٨.

والذي يهمنا في الأمر هو ثبات ربحها ولذلك فإن ربحها هذا يمثل أبدية عادية غير نامية لأنه لا موعد استحقاق لها أما سعرها العادل الحالي لهذه الأبدية محسوبة باستعمال معدل خصم يساوي العائد على الاستثمار المرغوب في الحصول عليه أو تكاليف الفرصة البديلة المضاعة.

وبناء عليه فإن القيمة السوقية العادلة للسهم الممتاز = $\frac{\text{ربح سهم ممتاز}}{\text{معدل الخصم}}$

Pop= السعر العادل للسهم الممتاز مأخوذة من **Po** السعر الآن و **P** السهم الممتاز.

المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل الأسهم:

يمكن الاستفادة من المؤشرات التالية من قبل المتعاملين في سوق الأسهم:

عائد السهم العادي: **(Earning Per Share(EPS**

ويستخدم هذا المؤشر والذي يطلق عليه البعض حصة السهم العادي من الأرباح أساساً لتقييم ربحية السهم العادي.

ويتم احتساب **(EPS)** عادة وفق طبيعة هيكل رأس المال المستثمر في الشركة. فإذا كان هيكل رأس المال المستثمر بسيطاً أي خالياً من الأدوات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية ويتم احتسابه بالمعادلة التالية:

$$EPS = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{المتوسط الموزون (المرجح) لعدد الأسهم العادية}}$$

ويطلق عليه عائد السهم الأساسي**Primary EPS** أما إذا كان هيكل رأس المال المستثمر مركباً باحتوائه عدداً من الأدوات التي يحتمل تحويلها إلى أسهم عادية مثل: الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، أو عقود الخيار التي تعطي

لحاملها حق تحويلها إلى أسهم عادية، أو السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، فحينئذ يتم احتساب ما يعرف بعائد السهم المخفض**Diluted EPS**.وفي هذه الحالة يدخل في احتساب **DEPS** أثار الأدوات القابلة للتحويل وذلك سواء في بسط النسبة المشار إليها أعلاه أو في مقامها فتصبح تلك المعادلة كما يلي:

DEPS= صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم الممتازة غير القابلة للتحويل + توزيعات الأسهم الممتازة القابلة للتحويل+ صافي فائدة السندات القابلة للتحويل بعد خصم الضريبة
÷
المتوسط الموزون للأسهم العادية مضافاً إليها الأسهم المحتمل تحويلها من الأدوات القابلة للتحويل

٢ـ حصة السهم العادي من التوزيعات **Dividends Per Share (DPS)**

تحدد هذه الحصة بعد طرح حصة الأسهم الممتازة من الأرباح المعلن عن توزيعها وذلك من خلال المعادلة التالية:

(DPS)= التوزيعات المعلن عنها – توزيعات الأسهم الممتازة
÷
عدد الأسهم العادية المسجلة في سجلات الشركة بتاريخ الميزانية

٣ـ مردود السهم العادي **Yield Per Share (YPS)**:

ويعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة بين الاستمرار في الاحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلى فرص استثمارية أخرى.

(YPS)= **DPS**
÷
السعر السوقي للسهم

٤ـ مضاعف سعر السهم العادي **Price Earnings Ratio (PER)**:

ويلاقي هذا المؤشر اهتماماً كبيراً من محللي الأسواق المالية، إذ يستخدم لتقييم مدى التضخم أو الانكماش الحادث في الأسعار السوقية للسهم، وبالتالي يفيد في

التنبؤ بحركة الأسعار. فمن المتعارف عليه بأنه كلما ابتعد بالزيادة مضاعف سعر سهم معين عن النسبة المعيارية للسوق، كلما كان ذلك دليلاً على احتمال هبوط حاد في سعر السهم، والعكس بالعكس. وتحدد هذه النسبة بالمعادلة التالية:

$$(\mathbf{PER}) = \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\mathbf{EPS}}$$

كما يمكن تحديدها بمعادلة أخرى باستخدام **(DPS)** بدلاً من **(EPS)** وذلك بالمعادلة التالية:

$$(\mathbf{PER}) = \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\mathbf{DPS}}$$

٥ـ القيمة الدفترية للسهم العادي **Book Value Per Share (BVPS)**:

ويتم الاسترشاد بهذا المؤشر لدى اتخاذ قرارات شراء للأسهم وتحدد بالمعادلة التالية:

$$(\mathbf{BVPS}) = \frac{\text{صافي حقوق المساهمين العاديين}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة بتاريخ الميزانية}}$$

٦- عائد الاحتفاظ بالسهم **Holding Period Return (HPR)**:

ويقيس هذا المؤشر معدل نمو أو اضمحلال ثروة حامل السهم. وتحدد بالمعادلة التالية:

$$(\mathbf{HPR}) = \frac{\text{القيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر}}{\text{سعر شراء السهم}}$$

ويقصد بالقيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر إيراد السهم **(EPS)** مضافاً إليه المكاسب الرأسمالية المحققة من تقلب سعره السوقي.

٧- معدل دوران السهم العادي **Share Turnover (ST)**:

ويقيس مدى الإقبال على السهم في السوق المالي ممثلاً بكمية السهم المتداولة في الصفقات المالية التي تحدث على السهم. ويحدد هذا المؤشر بالمعادلة التالية:

$$(ST) = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة من السهم خلال العام}}{\text{عدد الأسهم المتداولة من السهم خلال العام}}$$

مثال: فيما يلي بيانات مستخرجة من السجلات المحاسبية لشركة مساهمة عامة في ٢٠٠٧/١٢/٣١:

حقوق المساهمين العاديين:

١٠ مليون سهم عادي(قيمة اسمية ليرة واحدة)	١٠ مليون ل.س.
احتياطيات	٣ مليون ل.س
أرباح محتجزة	٢ مليون ل.س
مجموع حقوق المساهمين العاديين	١٥ مليون ل.س

صافي الربح بعد الضريبة ٢.٤ مليون ل.س، وقد وافقت الهيئة العمومية على توزيع ١.٥ مليون ل.س منها ٢/١ مليون تخص حملة الأسهم الممتازة.

كان أحد المستثمرين قد اشترى عدداً من أسهم الشركة من السوق المالي في بداية عام ٢٠٠٧ بسعر(٥) ل.س للسهم الواحد ، بينما كان السعر السوقي للسهم في ٢٠٠٧/١٢/٣١ (٨) ل.س للسهم.

وبلغ عدد الأسهم المتداولة من أسهم الشركة في السوق المالي خلال العام (٢٠) مليون ل.س

عدد الأسهم الممتازة في رأسمال الشركة بتاريخ ٢٠٠٧/١٢/٣١، (١٠٠) ألف سهم (١٠٪) بقيمة اسمية (٥٠) ليرة للسهم الواحد.

عدد الأسهم العادية من رأس مال الشركة في ٢٠٠٧/١/١، (٩) مليون سهم، وقد أصدرت مليون سهم لزيادة رأس المال بتاريخ ٢٠٠٧/٧/١.

المطلوب:اشتقاق المؤشرات التالية:

١- عائد السهم العادي الأساسي(**PEPS**)

٢- حصة السهم العادي من التوزيعات (**DPS**)

٣- مردود السهم العادي **(YPS)**

٤- مضاعف سعر السهم العادي **(PER)**

٥- القيمة الدفترية للسهم العادية **(BVPS)**

٦- عائد الاحتفاظ بالسهم **(HPR)**

٧- معدل دوران السهم العادي **(ST)**

الحل:

١- عائد السهم العادي الأساسي**(PEPS)** = $\frac{٢,٤٠٠٠٠٠ - ٥٠٠٠٠٠}{٩,٠٠٠٠٠٠ \times ١٢/١٢ + ١,٠٠٠٠٠٠ \times ٦/١٢}$

= ٠,٢٠٠/للسهم العادي.

٢- حصة السهم العادي من التوزيعات **(DPS)**= $\frac{١,٥٠٠٠٠٠ - ٥٠٠٠٠٠}{١٠٠٠٠٠٠٠}$

=٠,١٠٠/ للسهم العادي.

٣- مردود السهم العادي **(YPS)**= $\frac{٠,١٠٠}{٨}$ =٠,٠١٢٥/للسهم العادي

٤- مضاعف سعر السهم العادي **(PER)**= $\frac{٨}{٠,٢٠٠}$ =٤٠ مرة

٥- القيمة الدفترية للسهم العادية **(BVPS)**= $\frac{١٥}{١٠}$ =١,٥ ل.س/للسهم

٦- عائد الاحتفاظ بالسهم **(HPR)**= $\frac{٣+٠,٢٠٠}{٥}$ =٠,٦٤٠/للسهم

٧ـ معدل دوران السهم العادي **(ST)**= $\frac{٢٠}{١٠}$ =٢ مرة

تقييم المشتقات المالية(Derivative Securities):

أولاً- تقييـم عقـود الخيـار(**Options**) والـتي تنقسـم بـدورها إلى نـوعين، وكالتالي[1]:

عقود حق الشراء: وهي التي تعني حق مشتري العقد في شراء عدد معين من الأسهم أو السندات بسعر محدد وخلال مدة معينة، مقابل أن يدفع لبائع الحق ثمن العقد، وهذا النوع من الاستثمارات يتم في حالة توقع مشتري الحق ارتفاع الأسعار في البورصة، كالتالي:

مثال: إذا كان سعر بيع سهم الشركة(س) في البورصة هو(١٠٠) ل.س، ووردت للمستثمر (ص) معلومات خاصة تفيد بأن سعر هذا السهم سوف يرتفع بعد أربعة أشهر إلى (١٥٠) ل.س، ولأنه لا يملك مالاً لشراء هذه الأسهم الآن، ومن ثم تحقيق أرباح عند بيعها في المستقبل وذلك من جرّاء الفروقات الايجابية بين السعر الحالي والسعر المستقبلي، قرر شراء عقد حق شراء من المستثمر(م) بالشروط التالية:

شراء (١٠٠) سهم منه بسعر (١٠٠) ل.س/ للسهم.

أن يسري تنفيذ الحق لمدة أربعة شهور.

أن يدفع لمصدر العقد(م) مبلغ (١٠) ل.س عن كل سهم، وذلك ثمناً للعقد (عمولة).

وقبل مضي شهرين على شراء الحق صدقت توقعات المستثمر (ص) وارتفع سعر بيع السهم في البورصة إلى (١٥٠)ل.س.

المطلوب:

احتساب الأرباح التي تمكن المستثمر(ص) و(م) من الحصول عليها إذا كان سعر الحصول على السهم من قبل المستثمر (م) هو(٩٠)ل.س.

١- الدكتور فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، عمان، ٢٠٠٨، ص ١٠٠- ١٠٥.

الحل:

بالنسبة للمستثمر (ص) بما أن التوقعات صدقت فإنه سوف يقوم بممارسة الحق في شراء الأسهم من المستثمر (م) بمبلغ (١٠٠) ل.س للسهم، وبيعها في البورصة بمبلغ (١٥٠) ل.س وكالتالي:

+ قيمة المبيعات= ١٠٠× ١٥٠= ١٥٠٠٠ ل.س.

ـ تكاليف العقد = ١٠٠×١٠= (١٠٠٠) ل.س.

ـ كلفة المبيعات= ١٠٠×١٠٠= (١٠٠٠٠) ل.س.

ــــ

صافي الأرباح ٤٠٠٠ ل.س

بالنسبة للمستثمر (م) بما أن المستثمر (ص) قد قام بممارسة حق الشراء عليه فإنه ليس أمام المستثمر إلا الإذعان والالتزام ببيع هذه الأسهم له بسعر (١٠٠) ل.س للسهم، دون أدنى التفاته للسعر الجديد وكالتالي:

+ قيمة المبيعات = ١٠٠×١٠٠= ١٠٠٠٠ ل.س.

ـ تكاليف العقد = ١٠٠× ١٠= (١٠٠٠) ل.س.

ـ كلفة المبيعات = ١٠٠×٩٠ = (٩٠٠٠)ل.س.

ــــ

صافي الأرباح = ٢٠٠٠ل.س.

أما إذا لم تصدق توقعات المستثمر (ص) أي أن سعر السوق لم يرتفع عن (١٠٠) ل.س/ للسهم فإن الأرباح التي يحصل عليها كل من (ص)و (م) هي:

بالنسبة للمستثمر (ص): بما أن توقعاته لم تصدق فإنه لن يقوم بممارسة حق الشراء على المستثمر(م) وعليه فإن الخسائر التي يتحملها سوف تكون كالتالي:

+ قيمة المبيعات= صفر ×١٥٠ = صفر ل.س.

وذلك لأنه لن يقدم على ممارسة حق الشراء.

ـ تكاليف العقد= ١٠٠×١٠ = (١٠٠٠)ل.س.

ـ كلفة المبيعات= صفر ×١٠٠= صفر ل.س.

ـــ

وذلك لأنه لن يقدم على ممارسة حق الشراء.

صافي الخسائر =(١٠٠٠)ل.س.

بالنسبة للمستثمر (م) وبما إن المستثمر (ص) لم يقم بممارسة حق الشراء عليه فإن الأرباح التي تحقق للمستثمر(م) تكون كالتالي:

+ قيمة المبيعات= صفر × ١٠٠= صفر ل.س.

وذلك لأنه لم يمارس عليه حق الشراء.

+ إيرادات العقد= ١٠٠×١٠= ١٠٠٠ل.س.

ـكلفة المبيعات= صفر ×٩٠= صفر ل.س.

ـــ

وذلك لأنه لم يمارس حق الشراء.

صافي الأرباح = ١٠٠٠ ل.س.

٢ـ عقود حق البيع:

وهي على العكس من عقود حق الشراء وتعني بحق مشتري العقد في بيع عدد معين من الأسهم أو السندات بسعر محدد وخلال مدة معينة مقابل أن يدفع لبائع الحق ثمن العقد وذلك في حالة توقع انخفاض الأسعار في البورصة.

مثال:

إذا كان سعر بيع سهم الشركة (س) في البورصة (١٥٠) ل.س وورد للمستثمر (ص) معلومات خاصة تفيد بأن سعر هذا السهم سوف ينخفض بعد أربعة أشهر في البورصة إلى (١٠٠) ل.س، ولأنه علم أن المستثمر (م) يرغب بشراء هذا السهم بنفس

السعر في المستقبل أنبرى إليه المستثمر (ص) واتفق معه على الشراء حق بيع هذه الأسهم له وذلك بالشروط التالية:

بيع (١٠٠) سهم عليه بسعر(١٥٠) ل.س للسهم.

أن يسري تنفيذ الحق لمدة أربعة شهور.

أن يدفع لمصدر العقد/ المستثمر (م) مبلغ (١٠) ل.س عن كل سهم وذلك ثمناً للعقد (عمولة)، وبعد مضي ثلاثة شهور على شراء الحق صدقت توقعات المستثمر (ص) وانخفض سعر بيع السهم في البورصة إلى (١٠٠) ل.س.

المطلوب:

احتساب الأرباح التي يحققها كل من المستثمرين (ص) و(م).

الحل:

ـ بالنسبة للمستثمر (ص): بما أن التوقعات صدقت فإنه سوف يقوم بممارسة الحق في بيع الأسهم على المستثمر(م) بمبلغ(١٥٠) ل.س للسهم، وشرائها من البورصة بمبلغ (١٠٠) ل.س كالتالي:

+ قيمة المبيعات = ١٠٠×١٥٠= ١٥٠٠٠ ل.س

ـ تكاليف العقد = ١٠٠ × ١٠ = (١٠٠٠) ل.س.

ـ كلفة المبيعات = ١٠٠×١٠٠=(١٠٠٠٠) ل.س

صافي الأرباح = ٤٠٠٠ل.س

بالنسبة للمستثمر(م) وبما أن المستثمر (ص) قد قام بممارسة حق البيع عليه فإنه ليس أمام هذا المستثمر إلاّ الإذعان والالتزام بشراء هذه الأسهم منه بسعر(١٥٠) ل.س للسهم دون أدنى التفاته للسعر الجديد وكالتالي:

ـ تكاليف المشتريات= ١٠٠×١٥٠= ١٥٠٠٠ل.س.

+ إيراد العقد =١٠٠× ١٠= (١٠٠٠)ل.س

+ قيمة المبيعات =١٠٠×١٠٠=(١٠٠٠٠)ل.س

ـــــ

صافي الخسائر =(٤٠٠٠)ل.س

أما إذا لم تصدق توقعات المستثمر(ص) أي أن سعر السوق لم ينخفض عن (١٥٠) ل.س/للسهم فإن الأرباح التي يحصل عليها كل من (ص) و(م) هي:

بالنسبة للمستثمر(ص): بما أن توقعاته لم تصدق فإنه لن يقدم على ممارسة حق البيع وعليه فإن الخسائر التي تترتب عليه سوف تكون كالتالي:

+ قيمة المبيعات =صفر× ١٥٠= صفر ل.س

وذلك لأنه لن يقدم على ممارسة حق البيع.

ـ تكاليف العقد =١٠٠×١٠= (١٠٠٠)ل.س

ـ كلفة المبيعات= صفر×١٠٠= صفر ل.س

ـــــ

وذلك لأنه لن يقدم على ممارسة حق البيع.

صافي الخسائر =(١٠٠٠) ل.س

ـ بالنسبة للمستثمر (م) وبما أن المستثمر (ص) لم يقم بممارسة حق البيع عليه فإن الأرباح التي تحقق للمستثمر (م) تكون كالتالي:

ـ تكاليف المشتريات = صفر × ١٥٠= صفر ل.س.

وذلك لأنه لم يمارس عليه حق البيع.

+ تكاليف العقد = ١٠٠×١٠ =١٠٠٠ ل.س.

ـ كلفة المبيعات= صفر ×١٠٠= صفر ل.س.

ـــ

وذلك لأنه يمارس عليه حق البيع.

صافي الأرباح = ١٠٠٠ ل.س.

من استعراض تلك الأمثلة يلاحظ التالي:

أن حقوق الشراء أو البيع هـي عقـود مضـاربة وليسـت عقـود اسـتثمار، وذلـك لأنـه يتم تحقيق أرباح طائلة من قبل مشتري حق الشراء أو البيع بتكاليف قليلة جداً، وإذا لم يتحقق له ذلك فإنه لن يخسر سوى تكاليف العقد المبرم مع البائع.

إن الأربـاح الـتي يجنيهـا مالـك حـق الشـراء أو البيـع بعـد الممارسـة هـي نفسـها الخسائر التي تترتب على مصدر حق الشراء(ملك الأوراق المالية) أما في حالة عدم الممارسة فإن الأرباح التي يجنيها مصدر الحق هي نفسها الخسائر التي يتكبدها مالك الحق والتي تتمثل فقط بتكاليف العقد.

ثانياً- تقييم عقود المستقبليات:

تـوفر الفرصـة للمضـاربات ولهـا دور كـبير في تكـوين المحـافظ الاسـتثمارية للتحكم في مخاطرها عن طريق التنويع.

ثالثاً- إن تعامل عقـود المبـادلات بالأسـلوب المـزدوج في التقييم، حيـث تضـم هـذه العقود كـلاً مـن الأسـعار الثابتـة الـتي يتم أقرارهـا في بدايـة التعاقـد والأسـعار المعوّنـة التي هي مجهولة وتترك لحركات الأسواق.

الفصل السابع عشر

مخاطر وعائد الاستثمار في الأوراق المالية

(المفاهيم – والمقاييس الأساسية)

"يؤكد التاريخ أنه لا مفر من ا خاطرة،
ولكن ليس بطريقة عمياء"
ماريشال زوكوا

في هذا الفصل يتم الحديث عن مخاطر الاستثمار وأنواعها وكيفية تقديرها وحسابها، وتوزيعها بين مخاطر منظمة ومخاطر غير منظمة، وكيف يمكن تجنبها أو التقليل من تأثيرها. لذلك فقبل الإقدام على الاستثمار يأخذ المستثمر بعين الاعتبار العوائد المتوقع الحصول عليها بالنظر إلى درجة المخاطرة. فبعض المستثمرين يميلون للمغامرة وبعضهم يفضل أن تغطي عوائد المشروع نفقاته دون أن يغامر بالأكثر. فاحتمال وقوع الخسارة يعني احتواء المشروع على شيء من المخاطرة.

ماهية مخاطر الاستثمار:

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموماً إلى نوع من المخاطر **Risk** تتباين درجتها وقوتها وفقاً لنوع الاستثمار وزمنه، وشكل الأداة الاستثمارية، وقناعة المستثمر في تحمل هذه المخاطر ناتجة عن رغبته في تحقيق عائد متوقع نتيجة عملية الاستثمار في الأوراق المالية، وهناك علاقة طردية بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة **Trad – off Risk and Return** بحيث أصبحت هذه العلاقة ودرجتها وتحليلها جوهر القرار الاستثماري بشكل عام، وقرار الاستثمار في الأوراق المالية بشكل

خاص، وقد تنشأ عن هذه العلاقة الطردية من التلازم بين المتغيرين، إذ لا يمكن دراسة الأول بمعزل عن الثاني، ولا يمكن تحديد الثاني بل لا فائدة من تحديد الثاني بدون الأول.

توجد علاقة خطية وقوية ما بين مستوى الخطر الاستثماري مع درجة عدم التأكد إذ " ليس هناك مؤكد إلا الماضي " ولكن الاستثمار بالأوراق المالية يتعامل مع المستقبل.

تمثل المخاطرة بشكل عام احتمالات التعرض إلى الخسائر جراء عملية استثمارية، وكذلك يمثل الخطر احتمال عدم تحقق هدف الربحية، ويختلف المستثمرون من ناحية قدرتهم في التعرض إلى المخاطر أو رغبتهم في ذلك،

وبناءً على ذلك يمكن تعريف المخاطرة بأنها [1]" احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار وتقاس المخاطرة بناءً لذلك بمقدار الانحراف المعياري للعائد الفعلي عن العائد المرجح أو المتوقع".إذ يصنف هؤلاء المستثمرون إلى ثلاثة أنواع كما يلي: (مصطفى، ١٩٩٨، ص٢٦-٢٧)

المحبون للمخاطرة **Risk Secker's**:

وهم المستثمرون الذين يقبلون مخاطر عالية على أمل الحصول على عائد عالي.

الكارهون للمخاطرة **Risk Averters**:

هم الذين يرضون بعائد بسيط نظير تحمل مخاطرة بسيطة وقد أثبتت الكثير من الدراسات التحليلية أن معظم المستثمرين كارهون للمخاطرة.

المحايدون **Risk Neutral**:

وهم مجموعة المستثمرين الذين تتساوى لديهم المخاطرة وعدم المخاطرة.

١- د. محمد مطر - د.فايز تيّم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، ٢٠٠٥، ص٣٢.

بغض النظر عن اتجاهات المستثمرين اتجاه المخاطرة فإن أي مستثمر عندما يتخذ قرار الاستثمار في الأصول بشكل عام والاستثمار في الأصول المالية بشكل خاص إنما يسعى إلى المقارنة بين العائد والمخاطرة ويتخذ القرار الاستثماري الذي يضمن له:

تحقيق أعلى عائد عند مستوى ثابت من المخاطرة.

تحقيق أقل مخاطرة عند مستوى ثابت من العائد.

أنواع مخاطر الاستثمار:

يمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها عمليات الاستثمار بالأوراق المالية في أسواق المال إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة.

المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة:

لا بد من أن ندرك أن المخاطر التي تتعرض لها المستثمر والتي تقاس بالانحراف المعياري أو معامل الاختلاف إنما هي انعكاس للمخاطر المنظمة **Systematic Risk** أو ما تسمى بالمخاطر العامة **General Risk** أو المخاطر السوقية وأيضاً المخاطر غير المنتظمة **Unsystematic Risk** أو ما تعرف بالمخاطر الخاصة.

المخاطر المنظمة:

يعرف المهتمون بالدراسات المالية أن المخاطر المنظمة أو ما تسمى بالمخاطر العامة أو السوقية تصيب كل الموجودات الحادثة في السوق، بفعل عوامل مشتركة تؤثر بالنظام الاقتصادي ككل مثل العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية وحتى التربوية، إذ لا يقتصر تأثير هذه العوامل على منشأة معينة، أو قطاع اقتصادي معين دون أن يكون للإدارة أو متخذي القرارات أي قدرة في تحديدها والسيطرة عليها، مثل حالات الإضراب العام أو الحروب أو الانقلابات أو حالات الكساد أو حالات التضخم أو التغيرات في معدلات أسعار الفائدة أو غيرها من العوامل التي يصعب التحكم في تأثيرها، ولذلك فإن هذا النوع من المخاطر إنما يسهم وبشكل أساسي في تباين العائد المتوقع.

تتسم المخاطر المنظمة بالخصائص التالية:

تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله.

تؤثر في جميع المنشآت العاملة لذلك فإنها تصيب كل الاستثمارات ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية.

لا يمكن تجنبها بالتنويع ولكن يمكن الحد من شدتها من خلال العائد المتوقع.

يمكن قياسها بمعامل بيتا **Beta Coellicient**.

ومما يلاحظ أن المخاطر المنظمة تنشأ بفعل مصدرين أساسيين هما:

- الأعمال التشغيلية لمنشأة الأعمال والتي تتأثر بفعل عوامل خارجة عن سيطرتها مثل التغيرات في الظروف الاقتصادية وتقلبات الأسعار كما تؤثر عوامل المنافسة وتبدل أسعار الفائدة السوقية وتوقعات المستثمرين عن أداء الاقتصاد وغيرها من العوامل التي تخرج عن سيطرة الإدارة، مما يجعل الأعمال تتعرض إلى مخاطر منظمة تسمى مخاطر الأعمال، حيث تساهم هذه المخاطر في تباين الفوائد.
- بسبب استخدام منشآت الأعمال القروض في هيكل تمويلها، أو ما يُعرف باستخدامها للرافعة المالية، حيث تتعرض منشأة الأعمال إلى مخاطر إضافية **Additional Risk** بسبب الطرق المستخدمة في تمويلها أي في صياغة هيكل تمويلها، وهذه المخاطر منشأها عدم القدرة على تسديد ما على المنشأة من قروض أو فوائد تلك القروض أو الاثنين معاً مما يجعل منشاة الأعمال تتعرض إلى نوع آخر من المخاطر المنظمة هي مخاطر مالية.

المخاطر غير المنظمة NON Systematic Risk:

وهي مجموعة من المخاطر الناشئة من خلال دراسة سلوك الورقة المالية (تغيرات معدل الفائدة) خلال مدة دراسة الخطر التي تعد انعكاساً لسلوك ونشاط جهة الإصدار (المنشأة).

إذاً يقصد بالمخاطر غير المنظمة أو المخاطر الخاصة، هي حالات اللاتأكد التي تنشأ بسبب ظروف خاصة أو عوامل متعلقة بمنشأة معينة أو قطاع معين حيث إنها تكون مستقلة عن مخاطر النشاط الاقتصادي، وعادة ما تسمى هذه المخاطر بالمخاطر الاستثنائية **Unique** أو المخاطر اللاسوقية **Unmarked Risk** أو المخاطر التي يمكن تجنبها.

ويرجع سبب هذه المخاطر إلى جملة عوامل خاصة مثل حدوث إضراب عمالي في منشآت أو قطاع معين، والأخطار الإدارية وظهور اختراعات جديدة وغيرها.

ومضمون هذا النوع من المخاطر هو قدرة المستثمر على تفاديها عند إجراء عمليات الاستثمار سواء كان المستثمر فرداً أو منشاة أعمال ويتم ذلك من خلال التنوع **Diversification** فالتنويع الجيد للأصول باختلاف أنواع السوق يمكن من تجنب التقلب في العوائد المتوقعة المتأتية من الاستثمارات وذلك لتجنب التقلبات في التدفقات النقدية المتأتية من تلك الاستثمارات، وهذا يعني أن المخاطر غير المنظمة تقيس درجة التقلب في عوائد منشأة معينة بفعل عوامل خاصة بها، فهي مخاطر مستقلة عن المخاطر المنظمة المخاطر السوقية. والمنشآت التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر غير منظمة هي تلك المنشآت التي تعمل في قطاع الصناعة الاستهلاكية، حيث لا تعتمد مبيعات هذه المنشآت بسبب طبيعة منتجاتها على مستوى النشاط الاقتصادي أو على حالة السوق المالية.

لذلك فإن خصائصها هي:

أنها تنشأ بفعل عوامل تخص المنشأة ذاتها.

وأنها تؤثر فقط على المنشأة المعينة.

وأنه يمكن تجنبها بالتنويع وذلك بمسك بدائل متعددة للاستثمار.

وأن مقياسها المطلق الانحراف المعياري والنسبي والتباين أو الاختلاف.

تنشأ المخاطر غير المنظمة أيضاً بفعل مصدرين أساسيين سببهما التغير في طبيعة أو مكونات أصول المنشأة أو بسبب التغير في صياغة هيكل التمويل أي أن مصدر

المخاطرة هو:

عوامل خاضعة لسيطرة الإدارة في المنشأة ذاتها مثل قدرات الإدارة في اتخاذ القرارات، وكفاءة العاملين ونوعيتهم وكيفية تشغيل الأصول ووفرة الموارد المالية فضلاً عن عدم قدرتها على التسويق وفقدان جزء من حصتها من السوق، فالحوادث العشوائية التي تواجه المنشأة قد تؤثر على أعمالها التشغيلية الأمر الذي يسبب في تقلب عوائدها التشغيلية مما يعني تعرض المنشأة إلى نوع من المخاطر غير المنظمة هي مخاطر الأعمال.

إن اعتماد منشأة الأعمال على القروض في هيكل تمويلها قد يسبب لها تحمل أعباء مالية ثابتة تزيد من إجمالي الكلف التي تتحملها مما يجعلها تتعرض إلى نوع من المخاطر غير المنظمة يسمى بالمخاطر المالية.

مخاطر الأعمال والمخاطر المالية:

مخاطر الأعمال:

مخاطر الأعمال **Business Risk** أو ما تعرف بالمخاطر الاقتصادية **Economics Risk** هي جزء من المخاطر المنظمة والمخاطر غير المنظمة، يتعرض لها المستثمر في الأوراق المالية عموماً والمستثمر في الأسهم العادية بشكل خاص، ومحتواها يشير إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمنشأة المستثمر في أسهمها والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع على الاستثمار الذي ينتظره المستثمر.

ومخاطر الأعمال تنشأ بسبب طبيعة الأداء التشغيلي ومتغيرات هذا الأداء وبيئة التشغيل والتي هي انعكاس لمجموعة من العوامل سببها السياسات الإدارية والظروف الاقتصادية، وتغيرات طلب المستهلكين والتغير في ظروف المنافسة والتي تسهم جميعها في تذبذب عائد العمليات التشغيلية والذي ينعكس على العائد الذي ينتظره المستثمر في الأسهم العادية.

وتشتق مخاطر الأعمال من القطاع الذي تنتمي إليه المنشأة ولهذا فإن درجتها تتفاوت من قطاع اقتصادي إلى آخر، ومن منشأة إلى أخرى داخل القطاع الواحد، وأيضاً من ظرف زمني إلى آخر للمنشأة الواحدة بسبب طبيعتها، كما تنشأ هذه المخاطر أيضاً بسبب قلة التكاليف الثابتة في هيكل كلفة الإنتاج.

وبشكل عام يمكن حصر أهم العوامل التي تؤثر في مخاطر الأعمال بما يلي **Brigham & Gapcnski، 1984، p214** :

- التغير في حجم الطلب على منتجات المنشأة:

حيث تتأثر درجة المخاطرة بدرجة استقرار الطلب على منتجات المنشأة وعليه كلما كان حجم الطلب يتسم بدرجة من الاستقرار خلال الزمن فإن مخاطر الأعمال سوف تنخفض بافتراض ثبات المتغيرات الأخرى.

- التغير في أسعار بيع منتجات المنشأة:

تؤثر حركة الأسعار في السوق على مخاطر الأعمال، فإذا كانت أسعار البيع لمنشأة معينة تتصف بنوع من الاستقرار فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض درجة المخاطرة، عكس الحالة التي تكون فيها أسعار البيع في السوق غير مستقرة ففي هذه الحالة سوف تزداد المخاطر.

- التغير في أسعار المدخلات:

عندما تتعرض أسعار مدخلات الإنتاج إلى تقلبات وعدم الثبات فإن مخاطر الأعمال تزداد قياساً بالمنشآت الأخرى التي تتسم أسعار مدخلاتها بنوع من الثبات.

- مرونة الطلب على منتجات المنشأة:

تؤثر مرونة الطلب في درجة المخاطر، فإذا كانت قدرة إدارة المنشأة في تغير أسعارها بالزيادة وفقاً لمستويات الطلب في السوق فإن هذه القدرة سوف تضمن انخفاض درجة المخاطر.

- درجة الرفع التشغيلي:

أي إذا ارتفعت التكاليف الثابتة في مجموع التكاليف داخل المنشأة دون أن يسبب ذلك زيادة في حجم الإنتاج فإن ذلك ينعكس على زيادة مخاطر الأعمال، هذا وتقاس مخاطر الأعمال بدرجة تقلب عائد العمليات التشغيلية أو ما يعرف بصافي الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة (صافي ربح العمليات) عبر الزمن، وهو ما يمكن الوقوف عليه من خلال معامل الاختلاف (**Coellicient of Varition**) لصافي عائد العمليات التشغيلية عبر سلسلة زمنية من خمس إلى عشر سنوات.

ويمكن الوصول إلى ذلك من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{مخاطر الأعمال} = \frac{\text{الانحراف المعياري لعائد العمليات}}{\text{متوسط عائد العمليات}}$$

والمنطق التحليلي يدلنا أنه كلما زاد الانحراف المعياري أو معامل الاختلاف كلما عكس ذلك زيادة في مخاطر الأعمال والعكس يكون صحيحاً.

لذلك فإذا كان مصدر مخاطر الأعمال هو التقلب في صافي المبيعات الذي يرجع إلى ظروف وطبيعة الصناعة، وأيضاً التقلب في تكاليف العمليات الذي يرجع إلى طريقة الإنتاج فإنه يمكن قياس حجم التقلب لكل مصدر على حدة، فالتقلب الذي يرجع إلى المبيعات يقاس بمعامل الاختلاف في المبيعات، وكما توضحه المعادلة الآتية:

$$\text{التقلب في المبيعات} = \frac{\text{الانحراف المعياري للمبيعات}}{\text{متوسط المبيعات}}$$

وتعتبر درجة التقلب في المبيعات محدداً أساسياً لتقلب عائدية المنشأة أي ربح المنشأة.

وأهم ما عرضه **Reilly** في كتابه " تحليل الاستثمار وإدارة المحفظة " هو تأكيد أن المصدر الأخير والأساسي لمخاطر الأعمال يرجع إلى نوع التكنولوجيا

المستخدمة في العمليات الإنتاجية وما تسببه من تأثير على مقدار التكاليف الثابتة وعلى نسبتها من مجموع هيكل التكاليف.

ويمكن قياس ذلك من خلال ما يعرف بدرجة الرفع التشغيلي، أو ما يعرف برفع الأعمال وهذا يعني أن مخاطر الأعمال في الجزء الأكبر منها تعتمد على المدى الذي تكون فيه التكاليف ثابتة تؤدي إلى زيادة مخاطر الأعمال وهذا هو منهج الترابط بين مخاطر الأعمال ودرجة الرفع التشغيلي.

يقصد بالرفع التشغيلي **Operating Leverage** درجة استجابة عائد العمليات التشغيلية (صافي الربح التشغيلي) أو حساسيته للتغير عند كل تغير يحصل في المبيعات (**Petty، et، al، 1982، p435**).

وتقاس درجة الرفع التشغيلي من العلاقة النسبية الآتية:

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} \; DOL = \frac{\text{نسبة التغير في عائد العمليات}\%}{\text{نسبة التغير في صافي المبيعات}}$$

كما يمكن حساب درجة الرفع التشغيلي من مضمون نقطة التعادل وكما يلي:

$$L_{op} = \frac{Q\,(P - V)}{Q\,(P - V) - F}$$

حيث تشير:

Lop: درجة الرفع التشغيلي.

Q = عدد الوحدات المنتجة والمباعة بنقطة التعادل.

P = سعر بيع الوحدة.

V = الكلفة المتغيرة للوحدة.

F = الكلفة الثابتة.

فلو فرضنا أن سعر البيع لمنشأة ما (**20**) وحدة نقدية والكلفة المتغيرة للوحدة (**12**) وحدة نقدية والكلفة الثابتة (**40000**) وحدة نقدية، وعدد الوحدات المنتجة والمباعة **6000** وحدة لذلك فإن:

$$L_{op} = \frac{6000\ (20 - 12)}{6000\ (20 - 12) - 40000}$$

$$L_{op} = \frac{48000}{8000} = 6 \text{ مرة}$$

وكقاعدة عامة فإن انخفاض التكاليف الثابتة يؤدي إلى انخفاض التأثير الذي يحدثه التغير في صافي المبيعات على التغير في صافي عائد العمليات والعكس صحيح أيضاً. إذن لا بد أيضاً من وجود علاقة طردية بين درجة الرفع التشغيلي والمخاطرة.

المخاطر المالية:

لقد أدرك القارئ أن مخاطر الأعمال تنشأ بسبب التذبذب الذي يحصل في عائد العمليات التشغيلية كانعكاس للسياسات الإدارية وبيئة التشغيل والظروف الاقتصادية وتغيرات طلب المستهلكين وغيرها.

وبالإضافة إلى مخاطر الأعمال هذه تتعرض منشآت الأعمال إلى مخاطر إضافية بسبب اعتماد إدارة المنشأة على مصادر التمويل المقترحة في هيكل تمويل المنشأة، فكلما زاد اعتماد الإدارة على القروض كلما تعرضت الإدارة إلى مخاطر إضافية ممثلة باحتمال عدم القدرة على تسديد فائدة القرض أو أصل القرض أو الاثنين معاً، وهذه المخاطر الإضافية تسمى المخاطر المالية (**Financial Risk**).

والأصل في هذه المخاطر ليس الاقتراض بحد ذاته، وإنما هي احتمالات انخفاض مستويات التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة التي تمثل كلفة ثابتة، ووفق هذا التحديد فإن المنطق يشير إلى أن اعتماد إدارة المنشأة على التمويل الممتلك فقط سوف يجنب إدارتها تحمل المخاطر المالية لتظل المنشأة عرضة لمخاطر الأعمال فقط.

وعليه هناك تلازم بين مقدار المخاطر المالية ودرجة الرفع المالي أي درجة اعتماد المنشأة على القروض، وبسبب ذلك التلازم يمكن قياس المخاطر المالية التي تتعرض لها المنشأة من حساب درجة الرفع المالي الذي يعني في مضمونه العام بأنه النسبة المئوية للتغير في صافي العائد بعد الفائدة والضريبة (أي الربح المتاح للسهم العادي)، في علاقته بالنسبة المئوية للتغير في صافي العائد قبل الفائدة والضريبة.

درجة الرفع المالي **DFL**= التغير في صافي العائد بعد الفائدة والضريبة٪ / التغير في صافي عائد العمليات٪

كما يمكن حساب درجة الرفع بأسلوب آخر كما يلي:

درجة الرفع المالي = ع / ع - ف

حيث تشير:

(ع) = صافي عائد العمليات (أي صافي الربح قبل الفائدة والضريبة).

(ف) = تشير إلى التكلفة الثابتة للتمويل وهي الفائدة.

فلو فرضنا أن قيمة (ع) في إحدى منشآت الأعمال قد بلغت (**20000**) ل.س وأن (ف) تبلغ (**8000**) ل.س عليه فإن:

درجة الرفع المالي = **20000** / **8000 – 20000** = **1.67** مرة

ومن خلال هذه الدرجة يمكن التأكد من أن أي تغير متوقع في صافي عائد العمليات سوف يؤدي إلى تغير آخر في صافي العائد بعد الفائدة والضريبة (أي الربح المتاح لحملة الأسهم العادية) بمقدار **1.67** مرة.

فلو توقعت الإدارة أن عائد العمليات سوف يزداد بنسبة **25** ٪ عن المستوى الحالي، فإن صافي العائد المتاح لحملة الأسهم سوف يزداد بنسبة **41.8** ٪ أي(**1.67** مرة × **25** ٪) مما يعني انخفاض في درجة المخاطرة المالية.

وكلما ارتفعت درجة الرفع المالي ترتفع المخاطرة والعكس بالعكس.وتقيس(**DFL**) عادة درجة استجابة أو حساسية عائد السهم العائد(**Eps**) للتغير الحادث في صافي الربح قيل الضريبة(**EBT**).

هذا ويمكن لآثار نوعي الرفع السابقين (الرفع التشغيلي والرفع المالي) أن تتضافر معاً لتنتج معاً ما يعرف بالرفع المشترك **Combined Leverage**.إذ تقيس درجة الرفع المشترك **DCL** درجة استجابة أو حساسية عائد السهم العادي**Eps** لأي تغير يحدث في المبيعات.ويمكن تحديد درجة الرفع المشترك **DCL** من خلال المعادلة التالية:

DFL × DOL =DCL

مخاطر السوق:

يقصد بمخاطر السوق **Marked Risk** هي المخاطر التي يترتب عليها تغير في سلوك المستثمرين نتيجة وقوع إحداث غير متوقعة يترتب عليها انخفاض أسعار الأوراق المالية إلى أقل من قيمتها الحقيقية (**Freund**، **1981**، **p21**) ويكون تعرض المستثمرين في الأوراق المالية الأخرى كالسندات مثلاً فالأحداث غير المتوقعة مثل الحروب والمتغيرات السياسية وأنشطة المضاربة تؤثر على أسعار الأسهم داخل السوق.

ولذلك نلاحظ دائماً أن أسعار الأسهم دائمة الحركة ارتفاعاً وانخفاضاً وفقاً للتغيرات المتوقعة لما سيحدث في المستقبل وأكثر الأمثلة قرباً عن المخاطرة السوقية (مطر، ١٩٩٩، ص٤٩) هي الحالة التي أصابت بورصة نيويورك عام ١٩٦٣ بعد أنباء اغتيال الرئيس الأمريكي كندي، حيث حصلت عمليات بيع للأوراق المالية بشكل هستيري، اضطر المسؤولون عن البورصة لإغلاق أبوابها وكذلك انهارت قيم الأسهم وانخفضت أسعارها بشكل كبير.

كذلك ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية الثلاثينات أي أثناء فترة الكساد العالمي، حيث أصابت الهستريا سوق الأوراق المالية فانخفضت أسعار الأسهم إلى دون قيمتها الحقيقية.

كما تظهر صورة المخاطرة السوقية في أخطر صورها عند الانهيار العظيم الذي حدث في أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية بتاريخ ١٩ / تشرين الأول / ١٩٨٧ وهو ما عرف في التاريخ بيوم الاثنين الأسود، حيث انهارت أسعار الأسهم وبقية الأوراق المالية وحدثت خسائر كبيرة للمستثمرين قدرت بحوالي ٣٠٠٠ بليون دولار.

ومن الأمثلة لبعض الانهيارات في سوق الأسهم العربية ما حدث في سوق المناخ في الكويت حيث أدت عمليات امتناع البعض عن تسديد ما عليهم من التزامات مالية، إلى التأثير المباشر في بورصة الكويت فانهارت أسعار الأسهم بشكل حاد وخسر الآلاف من المستثمرين ولم تفتح سوق المناخ إلى الآن.

ومن أحدث الأمثلة للمخاطر السوقية ما حصل في الأسواق المالية الآسيوية يوم الخميس ٢٣ / تشرين الأول / ١٩٩٧ حيث انهارت أولاً أسعار الأوراق المالية في بورصة هونغ كونغ لتؤثر بعد ذلك على بورصات الدول المحيطة مثل ماليزيا واليابان وأندونيسيا ولولا التدخل السريع من قبل هذه الدول والولايات المتحدة والدول الأوروبية لمعالجة الموقف لحصل انهيار كبير يصل في مداه مثل ما حصل يوم الاثنين الأسود عام ١٩٨٧.

مخاطر العمل:

إن أي تغير في قدرات المنشأة على تحقيق الأرباح يؤدي بصورة مباشرة إلى هبوط أسعار أسهمها في السوق، ويطلق على احتمال تغير قدرة المنشأة على المحافظة على مركزها التنافسي في السوق ونمو واستقرار أرباحها في المستقبل بمخاطر العمل.

ومن هنا فإن على المستثمر أن يكون دقيقاً في اختيار الأسهم التي يشتريها بحيث يتأكد من أنها أسهم تتمتع بقدر من النمو وتنتمي إلى صناعة قطاع اقتصادي متطور مع التأكد من أن لمنتجات المنشأة سوقاً واسعة فلا تعتمد على سوق واحدة إذا ما أقفلت أو قلصت لأي سبب من الأسباب فإن من شأن ذلك تعريض المنشأة إلى خسائر جسيمة (جابر، ١٩٨٩، ص٨٢) تنعكس في هبوط أسعار أسهمها في السوق ولذلك فإن على المستثمر أن يلجأ إلى التحليل قبل أن يتخذ قراراً بالاستثمار.

ومن الجدير بالذكر أن نوضح أن الاهتمام بتحليل المخاطر من قبل المستثمر يختلف باختلاف نوع الأوراق المالية التي يحملها، فالاستثمار في الأسهم يجعله ـ وفقاً لطبيعة الاستثمار ـ مهتماً بدراسة وتحليل المخاطر المنظمة والمخاطر غير المنظمة وما ينشأ عنها من مخاطر أعمال ومخاطر مالية، أما المستثمر في السندات فإنه يهتم بدراسة وتحليل وقياس المخاطر الآتية:

مخاطر التضخم:

تتمثل مخاطر التضخم بالمخاطر الناشئة عن انخفاض القوة الشرائية لقيمة الاستثمار أو العائد الذي يتوقع منه نتيجة لوجود حالة التضخم في الاقتصاد فالأموال التي توجه إلى الاستثمار في أصول مالية اليوم تملك قوة شرائية أعلى من قيمة تلك الأموال حينما تسترد بعد فترة من الزمن، وفقاً لما يعرف بالقيمة الزمنية للنقود وبالتالي أصبح المستثمرون عموماً بسبب شيوع حالة التضخم في كل اقتصاديات العالم رغم تباينها بمستوى معدل التضخم، يبحثون عن الاستثمارات التي يمكن أن تحميهم أو تجنبهم الآثار السلبية للتضخم.

ومن الأمور المعروفة في اقتصاديات الاستثمار أن الأوراق المالية ذات العائد الثابت (مثل السندات بسبب حصولها على الفائدة الثابتة) أكثر عرضة لمخاطر التضخم أو ما يعرف بمخاطر القوة الشرائية (**Purchase Power Risk**) من الاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد المتغير وفقاً لقوة الاستثمار مثل (الأسهم التي يحصل حاملها على الأرباح الصافية في حالة تحقيق الربح)، ولهذا فإن الاستثمار في الأسهم العادية يحافظ بقدر كبير على القوة الشرائية من الانخفاض بسبب حالة التضخم.

ويعود السبب في ذلك كما يؤكده المحللون الماليون إلى أن القيمة السوقية للسهم العادي **Market Value** في سوق الأوراق المالية تستجيب بسبب طبيعتها إلى التغيرات الحاصلة بسبب الظروف التضخمية، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم سوف ترتفع بسبب تلك الاستجابة نوعاً ما مما يحافظ على القيمة الأصلية للاستثمارات في الأسهم وبهذا التوقع فإن المستثمر في الأسهم سوف يكون بعيداً عن هذا النوع من المخاطر، قياساً بما يتعرض له المستثمر في السندات.

مخاطر معدلات الفائدة:

وهـي المخـاطر الناشـئة عـن التقلبـات المفاجئـة في معـدلات العائـد المتوقعـة عـن معدلات العائـد الفعليـة ، بسـبب تغيرات حاصلـة في أسـعار الفائـدة السـوقية **Market Interest Rate** خلال فترة الاستثمار.

وما هو معروف للمستثمرين في الأوراق المالية أن قيمة السندات تتغير وفقـاً للتغير في أسـعار الفائـدة في السـوق وبصـورة عكسـية ، أي عنـدما ترتفـع أسـعار الفائـدة تنخفض أسـعار السـندات والعكـس صـحيح. فـإذا كـان السـند المسـتثمر فيـه يحقـق عائـداً مقـداره ١٠ ٪ سـنوياً وحـدث أن ارتفعـت أسـعار الفائـدة السـوقية بسـبب ظـروف اقتصادية ومالية إلى ١٣ ٪ فإن هذا الارتفاع يؤثر بصورة مباشرة على قيمـة الاسـتثمار في السندات فيؤدي إلى انخفاضها.

وسبب ذلك يعود إلى أن القيمة الحالية للسـند هـي القيمـة الحاليـة المتوقعـة للعائـد الـذي يحققـه هـذا السـند خـلال مـدة الاسـتثمار ويعـود السـبب في ذلـك إلى أن أسـعار الفائدة السوقية ما هي إلا معدلات الخصم **Discount Rate** والتي ستخصم بها قيمة العوائـد المتحققـة للسـند ، فارتفاعهـا يعـني انخفـاض القيمـة الحاليـة في حالـة خصـمها بمعدل الخصم المرتفع. الأمر الذي يؤدي قطعاً إلى انخفـاض القيمـة الحاليـة للسـند في سوق الأوراق المالية ويحدث العكس تماماً عندما تنخفض أسعار الفائدة السوقية.

ومـا يجـب توضيحه أن الاسـتثمار في السـندات وبسـبب كـون العائـد فيهـا ثابـت تكـون عرضـة أكـثر مـن غيرهـا لمخـاطر أسـعار الفائـدة ، وعليـه فـالتغير المطلـوب في معدل العائد للسند يتم من المكاسب الرأسمالية أي مـن الفـرق بـين قيمـة السـند عنـد الشراء وقيمة السند وقت البيع.

وللتوضـيح لنفـرض أن شخصـاً اشـترى سـنداً بقيمـة اسمية تبلـغ ١٠٠٠٠٠ وكـان معــدل الفائــدة عليــه ٨ ٪ أي أنــه يــدر عائــداً ثابتــاً ســنوياً مقــداره ٨٠٠٠ ل.س (أي ١٠٠٠٠٠ × ٨ ٪).

لنفرض أن هذا المستثمر قد باع سنده بعد سنة من شرائه وبمبلـغ ١٦٠٠٠٠ل.س، لذلك فإن العائد الذي يحصل عليه من ذلك الاستثمار يحسب كالآتي:

معدل العائد خلال مدة الاستثمار= (سعر بيع السند - سعر بيع شراء السند) + عائد السند / سعر شراء السند

وفي هذه الحال فإن:

معدل العائد للسند خلال سنة = (١٦٠٠٠٠ – ١٠٠٠٠٠) + ٨٠٠٠ / ١٠٠٠٠٠

= ٦٨٠٠٠ / ١٠٠٠٠٠

= ٦٨ ٪

يتضح من هذا المثال أن المصدر الأساسي للعائد الذي حققه المستثمر من استثماره في السند قد نتج من ارتفاع قيمة السند في سوق الأوراق المالية أي من القيمة الحالية له، ومعدل الفائدة السوقية هو العامل الأكثر تأثيراً في سعر السند (أي في قيمته).

وهذا يبين أن الأوراق المالية ذات الدخل الثابت تكون أكثر عرضة لمخاطر معدلات الفائدة السوقية من الأوراق المالية ذات الدخل (العائد) المتغير كالأسهم العادية. فالسندات الحكومية مثلاً لا تكون معرضة للمخاطر المالية التي تتعرض لها الأسهم العادية لمنشآت الأعمال كالإفلاس مثلاً، ولكن بالرغم من ذلك تتذبذب أسعار السندات بتقلب أسعار الفائدة السوقية.

ويقتضي التوضيح أن هكذا نوع من المخاطر يتأثر بزمن الاستثمار فتأثيره أكثر في الاستثمارات طويلة الأجل عنه في الاستثمارات قصيرة الأجل، وعليه يعتقد بعض المستثمرين أن بإمكانهم تخفيض مخاطر تقلب أسعار الفائدة وذلك بالاستثمار في سندات قصيرة الأجل، ومثل هذه السندات تكون أقل عرضة لتقلبات الأسعار من السندات طويلة الأجل، ولكن هؤلاء المستثمرين يجدون أنفسهم في الواقع مجبرين على القيام بسلسلة من عمليات إعادة الاستثمار وبمعدلات عائد مختلفة قد لا تكون دائماً مرضية، لذلك ليس من السهولة التخلص من مخاطر تقلب أسعار العائد.

مخاطر عدم القدرة على السداد (مخاطر السيولة):

من الأمور التي يدركها القارئ أن الاستثمار في الأسهم العادية لا يترتب عليه " تعهد " بدفع تدفقات نقدية معينة للمستثمر من قبل المنشأة المستثمر في أسهمها مثل تعهد باسترداد قيمة السهم أو بدفع عوائده خلال الزمن، وكذلك فإن المستثمر في مثل هذا النوع من الأوراق المالية لا يتعرض إلى مخاطر العجز عن السداد (**Default Risk**) فهي استثمارات في حقوق ملكية.

أما الاستثمار في السندات فإن المنشآت المصدرة لمثل هذه الأوراق المالية تتعهد بالالتزام بدفع تدفقات نقدية محددة حتى تاريخ الاستحقاق، ممثلة بإعادة قيمة السند الأصلية وفائدة السند السنوية.

وعليه فإن المستثمر في مثل هذه الأوراق المالية سوف يتعرض قطعاً إلى مخاطر ناتجة عن احتمالات قدرة المنشآت المصدرة للسندات على تسديد قيم السندات أو فوائد السندات أو الاثنين معاً، وذلك بسبب ظروف السيولة لديها مما يجعل المستثمر أمام مخاطر قد تؤدي به إلى الإفلاس، لذلك فإن التذبذب في العائد الذي يتوقعه المستثمر في السندات بسبب التغيرات في قدرة المنشآت المصدرة للسندات تسمى مخاطر عدم السداد **Default Risk** حيث تزداد هذه المخاطر أو تنخفض وفقاً لدرجات التذبذب في تلك التدفقات النقدية.

ومن الواضح أن مخاطر عدم القدرة على السداد هذه يمكن أن تنشأ من نوعين من المخاطر في المنشآت المصدرة للسندات هي مخاطر الأعمال **Business Risk** وهي المخاطر الناتجة عن شكل الموجودات للمنشآت، ومخاطر مالية **Financial Risk** وهي مخاطر تنعكس بسبب تشكيلة هيكل المطلوبات أو هيكل التمويل في ميزانية المنشأة المصدرة للسندات.

قياس المخاطرة[1]:

على المستثمر أن يتعرف طرق قياس المخاطرة لتخفيف درجتها ،رغم أن كثيرين يعتقدون أن التباين مقياس لدرجة المخاطرة فكلما زاد التباين دل ذلك على عدم التجانس، وهناك الانحراف المعياري ومعامل التغير والبيتا وكلها طرق لقياس المخاطرة وسنتناول كلاً منها فيما يلي:

الانحراف المعياري:

حيث يقيس مدى انحراف أرباح السهم التي تحققت عن المتوقعة، ولذلك فهو يأخذ بأرباح السهم لعدة سنوات. وبالتالي فالانحراف المعياري يقيس التشتت عن الوسط الحسابي بأن نحسب المتوسط الحسابي لأرباح السهم لعدة سنوات سابقة ثم نقارن الأرباح السنوية مع هذا التوسط لنحصل على درجة الانحراف.

كلما كانت درجة الانحراف كبيرة دلت على أن درجة المخاطرة كبيرة. في حين كلما كانت أرباح السهم قريبة من التوسط الحسابي دلت على استقرار السهم وقلة مخاطره.

ويمكن احتساب الانحراف المعياري من خلال القانون:

$$\text{الانحراف المعياري} \quad \sqrt{\frac{\sum \left(X - \bar{X} \right)^2}{n}} \times 100 \ \%$$

$\sum$: نرمز للمجموع / X : ترمز للعائد السنوي / $\bar{X}$: الوسط الحسابي

بحيث $\bar{X} = \frac{\sum X}{n}$ n : السنوات

معامل الاختلاف:يحسب بقسمة الانحراف المعياري على الوسط الحسابي.

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{الوسط الحسابي}} \times ١٠٠\%$$

[1] د. أحمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، ١٩٩٧، ص ١٠٠-١٠٣.

٣ـ البيتا:

وهو مقياس لسرعة تأثر السهم مقارنة بتأثير السوق. وإذا فرضنا أن سرعة تأثر السوق لأي حالة الواحد الصحيح، فإن هبوط أو ارتفاع السهم بنفس لاتجاه السوق يكون سرعة تأثره الواحد الصحيح. ولكن لنفترض أن تغير السوق كان ١٠٪ بينما تغير سرعة السهم ١٥٪ فمعنى ذلك تذبذب السهم بمرة ونصف.

يتضح مما سبق أن لكل سهم سلوكاً معيناً مقارنة بسلوك السوق عامة ومعنى ذلك أن البيتا هي مقياس للمخاطر النظامية في السوق التي ترجع لأسباب عامة كتغير الظروف الاقتصادية على سبيل المثال.

قياس العوائد:

إن غاية المستثمر تحقيق العائد ولكن بالنظر إلى درجة المخاطرة محاولا بذلك تعظيم العوائد قدر ما استطاع والتخفيف من وحدة المخاطر قدر الإمكان، أما بالنسبة لقياس المخاطر فقد بينا كيف للمستثمر أن يقيسها، ولكن تبقى كيفية قياس العوائد بشكل صحيح حتى يتمكن المستثمر من معرفة مدى إمكانية تقدمه في المشروع أو الإحجام عنه من خلال الأخذ بعين الاعتبار العوائد التي تحققت خلال السنوات السابقة مع مراعاة ما تحقق من أرباح أو خسائر عند تقييمه للاستثمار إذا أراد بيعه.

عوائد فترة الاحتفاظ:

تختلف فترة الاحتفاظ من سهم لآخر، يتم الاحتفاظ بسهم أو سند لمدة سنة واحدة، فعندئذ نحسب العائد على الاستثمار من خلال المعادلة:

العائد على الاستثمار لامتلاك السهم أو السند لمدة سنة واحدة= $\frac{س1 - س + 1}{س}$

حيث:

س١: هو سعر بيع السهم.

س: هو سعر شراء السهم.

أ: مجموع الأرباح التي تحققت من السهم خلال فترة الاحتفاظ به.

الفصل الثامن عشر

إدارة محافظ الأوراق المالية

"إن دراسة خارطة الأسعار بدون حجم التداول،
كدراسة خارطة الطريق بدون أ اء الشوارع"
ديفيد وييس

مقدمة:

يعد الاستثمار في الأوراق المالية خط الدفاع الأول بالنسبة للشركات والبنوك والأفراد للوقاية ضد مخاطر التعثر ونقص السيولة وعدم القدرة على مواجهة الالتزامات الطارئة.... حيث يمكن عن طريق بيع جزء من الأوراق المالية توفير السيولة المطلوبة، وعلى الرغم من كون هذا الفن يتوقف على نوع المهارات ومدى القدرات الشخصية الخاصة لمدير المحفظة إلا أنه في السنوات الأخيرة أمكن الاستفادة من علوم الاقتصاد و الإحصاء والرياضة والاقتصاد القياسي وعلم النفس من أجل تعظيم هذه القدرات، ومن ثم أمكن من خلال نظريات المباريات وأساليب وأدوات التماثل والتوقعات الرشيدة تمكين مديري محافظ الأوراق المالية من تحقيق أهداف عملائهم.

المحافظ الاستثمارية هي عملية استثمار لمجموعة من الناس يتم تجميع جزء من مدخراتهم بهدف المنفعة المشتركة.... ويتم إدارة المحفظة الاستثمارية (الجامعة للأموال) من قبل مدير يسمى **بمدير المحفظة**، وهو إما أن يكون شخصاً منفرداً أو من قبل مجموعة إدارة هذه الاستثمارات بصورة يومية، ويعتمد استثمار هذه الأموال

على نوع الاستثمار المختار مثل موجودات في الأسهم، والسندات، وأسواق الأموال، أو من خلال تركيبة مشتركة، **وهذه المحافظ تمنح للمستثمرين عدة امتيازات منها:**

أولاً: القدرة الشرائية للمحفظة في عدة خيارات استثمارية نظراً للقوة الشرائية التي تتمتع بها بسبب الأموال المجمعة، ومن خلال التنويع بهذه الطريقة يتم تقليل عنصر المخاطرة في حال عدم قدرة أحد أو أكثر من هذه الموجودات على تحقيق العائد المرجو منها.

ثانياً: بسبب القدرة الشرائية المجتمعة، فإن المحفظة قادرة على الشراء والبيع بكميات، الأمر الذي يمكنها الشراء بأسعار مخفضة وهي ميزة لا يتمتع بها المستثمر الواحد.

ثالثاً: الخبرة المتوفرة لدى مدير المحفظة ميزة لا يتمتع بها المستثمر الشخصي، كما أن الموارد المتاحة لمديري المحافظ غير ممكنة للمستثمرين العاديين، ومنها القدرة على زيادة الشركات ودراسة أوضاعها المالية.

وأخيراً يقوم مدير المحفظة بالإدارة الإدارية للمحفظة، الأمر الذي يعفي المستثمر من المتابعة اليومية للأعمال الورقية.

هذه العوامل مجتمعة: التنويع، خفض التكلفة، والإدارة المؤهلة تجعل من المحافظ الاستثمارية إحدى أفضل الوسائل للاستفادة من الاستثمار بالأسواق العالمية، ولكن ليس بالضرورة أن كل المحافظ تلاءم المستثمرين.

يعد التنويع **Diversification** الاتجاه الغالب في عمليات الاستثمار بالأوراق المالية، والتنويع قد يتحقق في أصول لقطاع معين، ولا يشترط لقطاعات اقتصادية متعددة، كما يحصل لأوراق منشآت تعمل في حقل الإنتاج نفسه.

(إنتاج النفط)، ولذلك فالفرص الاستثمارية في السوق تمكن المستثمر من التوجه نحو التنويع نموذجاً مفضلاً لقاعدة العائد، لتفادي المخاطر التي تعمل في ظلها التوجهات الاستثمارية.

يمكن القول أن التنويع مبدأ استثماري مهم ينطلق من حكمة (لا تضع بيضاتك في سلة واحدة)[1]، فإذا امتلكت وحدة اقتصادية (طبيعية، معنوية) أوراق مالية لمنشآت أعمال مختلفة عندها يقال أنها تمتلك محفظة استثمارية، والمحفظة بالتالي تمثل مدخلاً **Approach** لتقليل المخاطرة **Risks**، مقارنة بأي استثمار منفرد بسبب منفعة التنويع التي تحظى بها.

ما هي المحفظة الاستثمارية ؟ What's portfolio.

تعرّف المحفظة الاستثمارية "**بأنها عبارة عن محفظة مشتركة يسمح لأي عدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدراتهم المالية وبمبالغ متواضعة أو كبيرة بالاشتراك فيها من خلال شراء حصة من أصولها تسمى بالوحدة، ويتم تقييم هذه الوحدة دورياً، وتستثمر المحافظ الاستثمارية في الأسهم أو السندات أو النقد أو العملات أو ما شابه من الأدوات الاستثمارية**".

وهي تتباين وتختلف من حيث قيمة كل منها، ومن حيث معدل العائد المتولد عنها، ومن حيث معدل استحقاقها.

كما تعرّف المحفظة الاستثمارية "بأنها مجموعة من الأصول المالية(الاستثمارات). وتحلل نظرية المحافظ **Portfolios theory** كيفية اختيار المحفظة الكفوءة[2] والتي تحقق أفضل عائد في ظل مستوى معين من المخاطر أو أقل درجة مخاطر في ظل العائد نفسه.

١- يعدُّ الدرس الذي تلقاه موظفو شركة إينرون (Enron) عام 2001 المتمثل بخسارتهم الكبيرة عند انخفاض سعر سهم شركتهم التي استثمروا بأوراقها دون تنوع خير مثال على نتائج عدم التنويع .

W. Baumol & Blinder – Ecanomics (u.s : Thomson، 2003)، p823 .

٢- إن أول من أدخل مفهوم المحفظة الكفوءة Efficient portfolio هو أوجيني فاما E. Fama (5 ، 19) .

تكوين المحافظ الاستثمارية وسياسات تكوينها: [1]

إن أهم أمر يجب مراعاته في تكوين المحافظ الاستثمارية اختيار نسب مزج الأصول من خلال المقارنة بين العوائد والمخاطرة وذلك يتوقف على طبيعة المستثمر إن كان من المخاطر ين أو المتحفظين أو المحايدين وطبيعة الاستثمار.

ونورد الجدول التالي لتبيان كيفية تكوين المحفظة الاستثمارية وذلك بافتراض وجود خمسة أنواع من الأسهم المكونة للمحفظة. وعلى افتراض أن عائد الاستثمارات التي تدفعها البنوك هو ٧٪.

السهم	العائد المتوقع	العائد المضمون من البنك	المخاطر(الانحراف القياسي)
أ	٥،١٪	٧٪	٦٥،١٪
ب	١٨٪	٧٪	٥٧٪
ج	٢١٪	٧٪	٥،١٣٪
د	١٨٪	٧٪	٥،١٠٪
هـ	١٢٪	٧٪	١٨٪

بناءً على الجدول السابق فإن المستثمر سيختار السهم الذي يعود عليه بالعائد الأكبر وبأقل درجة مخاطرة وبناءً على ذلك نستطيع إعادة ترتيب الجدول على النحو التالي:

السهم	العائد المتوقع	العائد المضمون من البنك	المخاطر(الانحراف القياسي)
ج	٢١٪	٧٪	٥،١٣٪
د	١٨٪	٧٪	٥،١٠٪
أ	٥،١٪	٧٪	٦٥،١٪
ب	١٨٪	٧٪	٥٧٪
هـ	١٢٪	٧٪	١٨٪

١ ـ أ. أحمد زكريا صيام،مبادئ الاستثمار، ٢٠٠٣، ط٢، دار المناهج، ص٩٢-٩٣.

معنى ذلك أن المستثمر سيختار السهم الذي سيحقق أفضل عائد بأقل مخاطرة. وفي ضوء الأسهم الخمسة المتاحة لديه فهو سيفضل:

السهم (ج): الذي يحقق أعلى عائد(٢١٪) ودرجة مخاطرة(١٣، ٥٪).

ثم السهم(د): الذي يحقق عائداً جيداً(١٨٪)ولكن بدرجة مخاطرة أقل(١٠، ٥٪).

ثم السهم(أ): لا يحقق عائد مناسب وتكاد تتقارب مخاطرته مع عوائده.

ثم السهم(ب): يحقق عائد جيد(١٨٪) ولكن بمخاطرة مرتفعة جداً(٥٧٪).

ثم السهم(ه): عائده أقل ومخاطرته أكبر.

يتضح مما سبق أن تكوين المحفظة يعتمد على ركنين رئيسين وهما:

- عند تساوي العوائد لأكثر من سهم نختار الأقل مخاطرة.
- عند تساوي المخاطر لأكثر من سهم نختار الأكبر عائداً.

ونورد المثال التالي لتوضيح ذلك:

السهم	العائد المتوقع	المخاطر(الانحراف القياسي)
أ	٣٪	٥،١٪
ب	٤٪	٦٪
ج	٥،٤٪	٦٪
د	٤٪	٥،٢٪
هـ	٣٪	٢٪

عند تطبيق الركن الأول بمعنى إذا تساوت العوائد لأكثر من سهم نختار الأقل مخاطرة: نجد أن السهمين أ ،هـ قد تساوت عوائدهما بحيث بلغت(٣٪) ولكن درجة المخاطرة في السهم أ كانت (١، ٥٪) في حين درجة المخاطرة في السهم هـ(٢٪) إذن نختار السهم (أ) لأنه الأقل مخاطرة.

عند تطبيق الركن الثاني بمعنى إذا تساوت المخاطرة لأكثر من سهم نختار الأكبر عائداً: نجد أن السهمين ب،ج قد تساوت مخاطرهما بحيث بلغت(٦٪) ولكن عائد السهم ب بلغ(٤٪) في حين بلغ عائد السهم ج(٤، ٥٪) إذن سنختار السهم ج لأنه يحقق عائداً أكبر في ظل تساوي المخاطر بينهما.

يتضح مما سبق أن هدف المستثمر في تكوين المحفظة المفاضلة بين الأسهم على أساس تحقيق أكبر عائد بأقل المخاطر سواءً النظامية منها أو غير النظامية، وذلك بالتنويع في اختيار الأسهم المكونة للمحفظة.

سياسات إدارة المحافظ:

يراعي المستثمر عند إدارة المحفظة عامل السيولة والربحية والضمان وبالتالي يأخذ بعين الاعتبار السياسة التي سيتبعها فقد تكون:

السياسة الهجومية: حيث يضمن المستثمر استمرار الدخل وبالتالي يبحث عن تراكم الأرباح فيكون أسلوبه هجومياً ويلجأ إليها المستثمر في حالات الرخاء والازدهار الاقتصادي فيستعمل أدوات استثمارية ناجحة كالأسهم مثلاً فيحتفظ بها عندما تكون الأثمان منخفضة ليبيعها عند ارتفاع الأسعار فيحقق أرباحاً متزايدة.

السياسة الدفاعية: حيث يهتم المستثمر بتكوين الدخل الثابت والمستمر. فيكون متحفظاً حذراً أسلوبه دفاعي ولذلك يهتم بعنصر الضمان والأمان بحيث يضمن دخلاً مستمراً فيستعمل أدوات استثمارية كالسندات طويلة الأجل والعقارات وكذلك الأسهم الممتازة التي تضمن دخلاً ثابتاً مهما كانت الظروف.

السياسة المتوازنة: في هذا النوع من السياسات يحاول المستثمر الجمع بين السياسة الهجومية والسياسة الدفاعية فيكون بذلك متوازناً. وأغلب المستثمرين يميلون لهذا النوع من السياسات حيث يحققون عوائد تتناسب ودرجة المخاطرة. لكن ذلك لا يمنع من دخوله في عمليات المضاربة إن سمحت له الظروف. ويلجأ المستثمرون الذين يعتمدون السياسة المتوازنة إلى الاستثمار بأدوات استثمارية قصيرة الأجل تتمتع بالسيولة والضمان والربحية كأذونات الخزينة وربما يلجأ بعضهم للأدوات طويلة الأجل كالسندات والعقارات. والهدف من هذا التنويع تقليل المخاطرة والحد من الخسارة في بعض الأدوات.

أسس إدارة المحافظ الاستثمارية والأهداف الاستثمارية لها:

بعد تكوين المحفظة يتعين إدارتها بأسلوب ناجح يأخذ بعين الاعتبار التركيز على بعض الأسس لتحقيق أهدافها الرئيسية، ونذكر من هذه الأسس:

التخطيط: ونعني بالتخطيط دراسة المؤسسات والأسهم والمفاضلة بينها من خلال دراسة العوائد والمخاطر لتعظيم العوائد وتقليل المخاطر قدر المكان. كما يجب اختيار الأسهم التي تحقق نمواً في رأس المال وتضمن دخولاً مستمرة وتزيد قيمتها مع الزمن وتتلاءم وحاجات المستثمر بالنظر للأهداف إن كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.

التحفظ والتعقل: فعلى المستثمر أن يكون عقلانياً رشيداً في اتخاذ قراره الاستثماري فلا يتهور في مجالات استثمارية ذات مخاطر كبيرة فتجلب له الخسارة.

التوقيت: وتعني بذلك اختيار المستثمر للوقت المناسب عند دخوله السوق أو الخروج منه، فلا يشتري إلا عندما تنخفض الأسعار ولا يبيع حتى يضمن ارتفاعها، لا سيما وأن الأسعار كثيرة التقلب.وهنا يظهر دور الخبرة والأقدمية والمعرفة العلمية. على أن يتزامن قرار البيع أو الشراء أو الاحتفاظ بالأسهم مع الأحداث والظروف الاقتصادية والسياسية.

المراقبة والمتابعة: يجب على المستثمر متابعة مراقبة الأسهم فيبيعها إذا شعر أن الأسعار ستنخفض حتى يتجنب حدوث خسائر جسيمة وذلك لا يكون إلا بدراسة حركة السوق والأسعار معاً وقوى العرض والطلب كذلك، فيحقق بذلك معدل دوران جيداً من احتفاظه بالاستثمارات الناجحة وتنازله عن الاستثمارات الخاسرة.

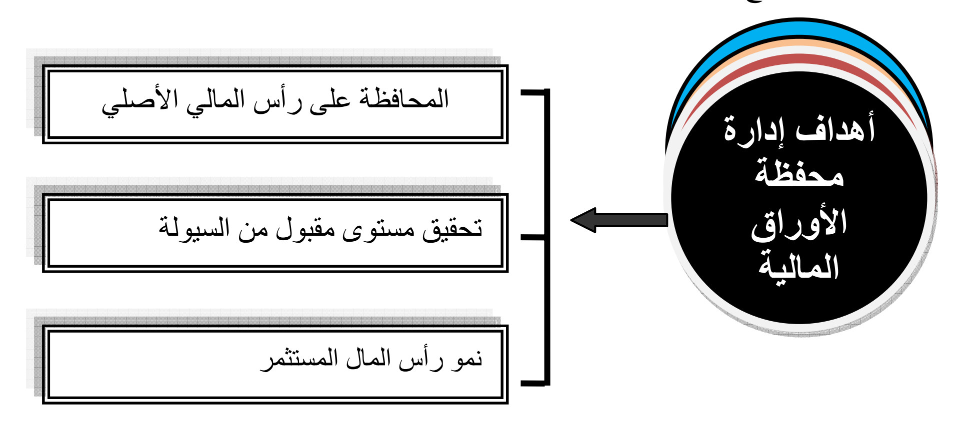
وبالتالي يجب الاستمرار في مراقبة الأسهم في المحفظة لإجراء أي تعديل بصورة دورية حسب أوضاع السوق وأوضاع الشركة المستثمرة بها.

إذا استطاع المستثمر تحقيق الأسس سابقة الذكر يمكنه أن يصل إلى الأهداف المنشودة.

أهداف بناء المحافظ الاستثمارية [١]:

إن تنويع الأوراق المالية تمثل إستراتيجية استثمارية لنوعية المخاطر، ونموذج المحفظة الاستثمارية يعكس هذه الإستراتيجية، وهناك ثلاثة أهداف رئيسية لإدارة المحفظة، أي تحقق هذه الأهداف من وراء القيام بعمليات: تخطيط، وتنظيم، وتوجيه، ومتابعة المحفظة..... ويوضحها لنا الشكل التالي:

شكل يوضح أهداف إدارة محافظ الأوراق المالية



حيث يعمل المدير المالي في أي مشروع على استخدام محفظة المشروع التي قام بشرائها لتحقيق أهداف رئيسية هي:

الهدف الأول: المحافظة على رأس المال الأصلي، فالاستثمار في ظروف عدم التأكد (**Uncertainty**) يحمل مخاطر تتعدى فقدان العائد المطلوب باتجاه تآكل رأس المال، لذلك فإن المحفظة تساعد في الحفاظ على رأس المال الأصلي عن طريق تنويع الأوراق المالية والتي بدورها تنوع درجة المخاطرة والعائد.

الهدف الثاني: تحقيق مستوى مقبول من السيولة، إذ أن اختيار مكون نسبي مستقر من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت(مثلاً السندات)، فضلاً عن الأوراق

١- الدكتور محمود محمد الداغر، الأسواق المالية "مؤسسات أوراق، بورصات"، منشورات دار الشروق، ط١، ٢٠٠٥، ص٢٠٤-٢٠٥ .

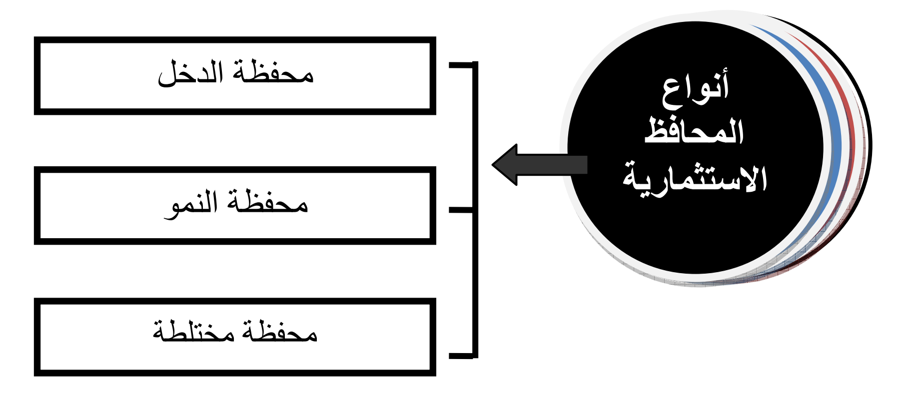
سريعة التسويق (أسهم الشركات الكبرى) في أسواق التداول، كفيل بتوفير تدفق نقدي مستمر وعند الحاجة إلى التغيير في المحفظة الاستثمارية.

الهدف الثالث: نمو رأس المال المستثمر: يستهدف مديرو المحافظ زيادة حجم رأس المال المستثمر من خلال عملية التنويع واختيار أوراق المنشآت ذات النمو المحتمل مستقبلاً، فالعائد الذي تحققه محفظة لا يعكس نزعة تدنية المخاطر بل تنمية العوائد في الوقت نفسه.

أنواع المحافظ الاستثمارية:

وبناء على الأهداف الرئيسية من وراء إنشاء المحفظة، يمكن تقسيم المحافظ إلى الأنواع الآتية:

شكل يوضح أنواع المحافظ الاستثمارية



محفظة الدخل **The Income portfolio**:

وهي المحفظة التي تتوجه من خلال تنويعها إلى تحقيق دخل مرتفع للمستثمر مع مستوى مخاطر مقبول، فقيام إدارة المحفظة (طبيعية، معنوية) باختيار الأوراق المالية التي تولد دخلاً مستقراً نسبياً مثل أسهم الشركات الكبرى والسندات جيدة الدخل يساعد في الوصول إلى محفظة الدخل.

محفظة النمو **The Growth portfolio**:

وهي المحفظة التي تهتم بالأوراق المالية لمنشآت الأعمال النامية في نشاطها

الاقتصادي والذي ينعكس في نمو توزيعات أوراقها.

وتحقيق النمو في العوائد يتطلب إدارة محفظة تركز على مدخل النمو في العائد عن نمو التوزيعات، فضلاً عن نمو القيمة الرأسمالية للورقة المالية ذاتها.

المحفظة المختلطة: **The Mixed portfolio**:

هي المحفظة الجامعة ما بين تحقيق تدفق للدخل مستقر نسبياً يوفر مرونة للمستثمر، وما بين نمو العائد المتولد والاستثمارات بالمحفظة. لذلك يجهد مديرو المحافظ أنفسهم في اختيار توليفات من الأوراق المالية ذات المخاطر الفردية المتنوعة (عالية، منخفضة) مقابل دخل مستقر من جهة، ونمو العائد من جهة أخرى.

كيف يدير مديرو الاستثمار (**Fund Managers**) محافظهم الاستثمارية بأسلوب يعتبر الأكثر استخداماً ويسمى الأسلوب العامودي. وهناك ثلاثة قرارات يجب أن (**Top – Down Approach**) يتخذها مدير الاستثمار وهي [1]:

القرار الأول: توزيع الأصول: **Asset Allocation**:

تبدأ الخطوة الأولى في إدارة المحفظة الاستثمارية بتحديد النسبة المئوية من إجمالي أصول المحفظة التي ستخصص للاستثمار في الأسهم، فيما يتم الاحتفاظ بالنسبة المتبقية على شكل سيولة نقدية، ويتم اتخاذ هذا القرار الهام بناء على توقعات مدير المحفظة لاتجاه سوق الأسهم، فإذا رأى المدير أن أداء السوق سيرتفع في الفترة القادمة فإنه يترتب عليه التوجه إلى نسبة الاستثمار في الأسهم إلى حد أقصى هو **100** ٪ من المحفظة، والعكس صحيح، أي أنه في حال التوقعات بهبوط السوق فإنه يتوجه إلى تحويل جزء من استثماراته إلى سيولة نقدية لتجنب الوقوع في الخسارة.

وهذه العملية (توزيع الأصول) تؤثر بنسبة**80** ٪ على أداء المحفظة الاستثمارية، وهي أهم قرار يتم اتخاذه. ونود أن نلفت النظر إلى أنه نادراً ما يلجأ مديرو المحافظ

١- د. علاء الدين جبل، لمحة عن إدارة المحافظ الاستثمارية، مجلة المأمون، كانون الثاني ٢٠٠٧، ص ٣٨-٣٩.

المحترفون إلى تحويل جميع أصولهم إلى سيولة نقدية، إذ يعتبر ذلك من المخالف لسياسات الاستثمار، حيث أن عودة ارتفاع السوق المفاجئة ستفوت فرصة كبيرة لارتفاع المحفظة.

لكن المعتاد هو خفض نسبة الأسهم إلى مستوى يتناسب مع النسبة المتوقعة لانخفاض السوق (تتراوح عادة ما بين **0** إلى **40** ٪). وتتطلب عملية توزيع الأصول مراعاة جميع العوامل التي تؤثر في أسعار الأسهم وخاصة الاقتصادية منها، مثل: أسعار النفط والسيولة المالية وأسعار الفائدة وانعكاساتها المؤثرة بشكل مباشر أو غير مباشر على أرباح الشركات، وبالتالي على اتجاه سوق الأسهم.

القرار الثاني: انتقاء الأسهم **Stock Selection**:

بعد الانتهاء من توزيع الأصول وتحديد النسبة المخصصة للأسهم، يأتي دور الخطوة الثانية وهي عملية انتقاء الأسهم التي ستكون منها المحفظة الاستثمارية، إذ يجب اختيار الأسهم الناجحة وتحديد نسبة شرائها وفقاً لنسب معينة متوافقة مع حجم الشركة، وعملية انتقاء الأسهم تؤثر على تحقيق الأرباح بنسبة **15** ٪. وتتطلب عملية اختيار الأسهم دراسة تحليلية وافية للوضع المالي المتوقع للشركات المساهمة حيث يتوجب تتبع ظهور قوائمها المالية وتحليل النسب المالية ووضع الشركات ونشاطاتها والأرباح المتوقع توزيعها، حيث أن جميع هذه الأمور تؤثر في قرار شراء أو بيع أي سهم.

القرار الثالث: التوقيت الاستثماري **Timing**:

بعد تحديدنا لنسبة الأسهم ونسبة السيولة لمحفظتنا واختيارنا للأسهم المراد الاستثمار بها بناء على بعض المؤشرات المعروضة أعلاه، يبقى تحديد الوقت المناسب لشراء هذه الأسهم، وهذه العملية تؤثر على تحقيق الأرباح بنسبة **5** ٪.

وفي الواقع فإن الموضوع يعتبر مهماً لدى كثير من المتعاملين في سوق الأسهم وخصوصاً المضاربين(•) الذين تنصب جميع قراراتهم الاستثمارية على هذه الخطوط فقط، حيث يلاحظ امتلاكهم للأسهم لفترات قصيرة، حيث أن تغير الأسعار اليومي أقل بكثير من التغيرات على المدى الطويل، فمثلاً لا يهم إذا تم شراء السهم بسعر **1000** ل.س أو **1050** ل.س طالما أن سعر السهم في آخر السنة يكون **1200** ل.س.

• **المضاربون المضاربة: تعرف بأنها شراء وبيع الأسهم خلال فترة وجيزة عادة تكون عدة أيام أو أسابيع.**

الفصل التاسع عشر

مؤشرات بورصة الأوراق المالية

لا تنخدع بالمتوسطات والمؤشرات المتوسطة التي تعكسها
الإحصائيات وبيانات التداول في البورصات (مؤشرات داو جونز
نيكى ـ ـ فاينانشيال تايمز، المجموعة المصرية)

د.محسن أحمد الخضيري

مقدمة:

ظهرت مؤشرات بورصات الأوراق المالية في البداية لغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير، الغرض الرئيسي لتلك المؤشرات على تقديم مؤشرات يمكن استخدامها في التنبؤ باتجاهات السوق وسرعة تحركاته بين حالتي الصعود والهبوط. وقد انعكس ذلك على حجم عينة الأسهم التي تشملها تلك المؤشرات وطريقة الترجيح لأسهم العينة وكيفية حساب المتوسطات ويعد مؤشر (داو جونز) من أقدم تلك المؤشرات، ومع تطور البيئة الاستثمارية في الدول الصناعية خلال القرن الماضي وذلك من حيث الأدوات المالية وحجم التداول وظهور شركات الأوراق المالية والصناديق الاستثمارية أو المساهمات العلمية في هذا المجال(مثل: نظرية محفظة الاستثمارات ونظرية هيكل رأس المال ونظرية المرجحة ونموذج تسعير الأصل الرأسمالي) وقد صاحب ذلك التطور الهائل في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ظهور العديد من المؤشرات لقياس أداء البورصات والتي يتم نشرها بواسطة البورصات ذاتها أو عن طريق المؤسسات الصحفية أو المعاهد الإحصائية أو المؤسسات المالية.

هـذا وقـد شـهدت مؤشـرات البورصـات العالميـة في الأعـوام الأخـيرة رواجـاً هـائلاً ليس بين المتعاملين في بورصات الأوراق المالية فقط.بل بـين النـاس بصـفة عامـة والـذين يرون فيها مؤشراً للحالة الاقتصادية العامة.ويتم نشر هذه المؤشـرات بصـفة منظمـة في كافة الجرائد والمجـلات الاقتصـادية وعلـى الصـفحات الاقتصـادية بالجرائـد اليوميـة في كافة أنحاء العالم وقد حظى العديد من المؤشرات بالانتشار عالمياً. مثل:

مؤشر نيكاى **Nikkei** ببورصة طوكيو ومؤشر داكس **DAX** ببورصة الأوراق المالية الألمانية ومؤشر كاك **CAC** ببورصة فرنسا ومؤشر سويس ماركت ببورصة زيورخ والمؤشر المرجح لبورصة تايبيه /دولة تايوان/ ومؤشر هانج سنج **Hang Seng** ببورصة هونج كونج ومؤشر جميع الأسهم العادية ببورصة سيدني باستراليا ومؤشر ستريس تايمز الصناعي ببورصة سنغافورة.

الاستخدامات الأساسية لمؤشرات بورصات الأوراق المالية:

يمكـن اسـتخدام مؤشـرات الأسـواق الماليـة لتحقيـق أهـداف متعـددة، نـذكر منها[1]:

- تقييم كفاءة السوق من خلال احتساب العوائد الإجمالية ومتابعة انجازات الشركات، المكونة بأدواتها للمؤشرات المعنية. وتحديد كفاءة أداء المحفظة الاستثمارية من خلال المقارنة مع معدلات عوائد السوق.
- تعديل المحفظة الاستثمارية وفق أفضل المؤشرات السائدة للأوراق المتداولة من حيث علاقة العوائد بالمخاطر وفي هذا الشأن يمكن استخدام المؤشرات المعنية لا لتشخيص الوقائع الجارية لمختلف الشركات والأسواق بل وللتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية أيضاً.
- استخدام المؤشرات كقواعد معلومات لتحليل حركات الأسعار في الأسواق المالية وربطها بالتغيرات السائدة في أسواق السلع والخدمات.

١- د. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ١٩٨-١٩٩.

- يمكن الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية الدولية في بيان الارتباطات القائمة بين الاقتصادات القومية المختلفة وهذا ما يمكن بيانه من خلال اشتقاق معاملات الارتباط والتحديد للمؤشرات المذكورة.
- كشف عيوب الاقتصاد القومي من حيث الركود أو التضخم أو التحقق من اتجاهات الانفراج والانتعاش.
- تقدير درجة حساسية الأسواق المالية ومن ثم الاقتصاد للتغيرات التي تحدث في السياسة الدولية أو تجاه بعض الأزمات الإقليمية المتولدة عن مصادر أو أسباب مختلفة مع بيان الارتباطات فيما بين التقلبات المختلفة مثل تأثير تقلبات أسعار النفط وانعكاساتها على الأسواق المالية وعلاقة هذه التقلبات بالتغيرات التي تحدث في أسعار الصرف الدولية.
- الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية كأساس لمتابعة النشاطات غير المشروعة لبعض الشركات وهذا ما تمارسه هيئة الأوراق المالية والتبادل الأمريكية **and Exchange Commission Securities (SEC)** وقد تم كشف الفساد في عدد من الشركات في العام (٢٠٠٢) من خلال مؤشرات الربحية في الأسواق المالية.

متغيرات حساب قيم مؤشرات أسعار الأسهم[١]:

تختلف مؤشرات الأسهم فيما بينها من حيث عدد الأسهم التي يشملها كل مؤشر والوزن النسبي لكل سهم داخل المؤشر وطريقة حساب متوسط المؤشر، ويرجع هذا الاختلاف إلى الهدف من وراء تصميم المؤشر وفيما يلي توضيح لكل منها:

حجم العينة:

يزداد عدد الأسهم (حجم العينة) التي يشملها المؤشر الذي يقيس أداء السوق

١- د. أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ١٩٩٨، ص٢٣٥ وما بعد..

بصفة عامة من عدد الأسهم التي يشملها المؤشر الذي يقيس أداء السهم في صناعة معينة، مثال ذلك: يشمل مؤشر فينانشيال تايمز لكافة الأسهم ٧٥٠ سهم تمثل ٨٠٪ من القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة ببورصة لندن، في حين يشمل مؤشر فينانشيال تايمز ٣٠، ثلاثين سهم من أسهم كبرى الشركات الصناعية تمثل ٢٥٪ من القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة ببورصة لندن.

وفي جميع الأحوال يجب أن يكون حجم العينة ملائماً للهدف من حساب المؤشر، وذلك من حيث تمثيل مجتمع الأسهم الكلي الذي يعبر عن المؤشر فإذا كان المؤشر يعبر عن كافة الأسهم في السوق، يجب أن تكون كافة قطاعات السوق ممثلة في العينة دون تحيز لقطاع معين، أما إذا كان المؤشر يعبر عن أسهم قطاع معين، مثل القطاع الصناعي، فيجب أن تكون كافة الشركات الصناعية ممثلة في العينة دون تحيز لنوع معين من الشركات الصناعية.

الوزن النسبي لكل سهم داخل المؤشر:

يعد عامل الترجيح من المتغيرات الأساسية في تحديد قيمة المؤشر، ويتم ترجيح معظم مؤشرات البورصات، إما على أساس الوزن النسبي لسعر السهم أو على أساس أوزان متساوية أو على أساس القيمة السوقية الإجمالية للسهم، وفيما يلي توضيح لكل منها.

الترجيح على أساس أسعار الأسهم الفردية:

يتحدد الوزن النسبي للسهم في ظل هذا المدخل على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية للمؤشر، فإذا كان هناك مؤشر معين يتكون من ثلاثة أسهم فقط هما: أ. ب. ج. وأن أسعار هذه الأسهم على الترتيب بالجنيه ٥٠، ٧٠، ٨٠، يتم تحديد الوزن النسبي للسهم بقسمة سعر السهم الفردي على مجموع أسعار أسهم المؤشر والتي تمثل في هذه الحالة القيمة المطلقة للمؤشر، ويكون الوزن النسبي للأسهم الثلاثة على النحو التالي:

السهم	الوزن النسبي لأسهم المؤشر.
أ	٨٠÷(٨٠+٧٠+٥٠)= ٠,٤٠

ب ٧٠÷(٥٠+٧٠+٨٠)= ٠,٣٥

ج ٥٠÷(٥٠+٧٠+٨٠)= ٠,٢٥

وهناك مجموعة من الانتقادات لهذه الطريقة وهي:

أن سعر السهم لا يعبر عن قيمة المنشأة:

فقد تتساوى القيمة الإجمالية السوقية لأسهم شركتين ولتكن مليون جنيه إلا أن عدد الأسهم المصدرة للشركة الأولى ١٠,٠٠٠ سهم وعدد السهم المصدرة للشركة الثانية ٤٠,٠٠٠ سهم، وفي هذه الحالة يكون سعر السهم للشركة الأولى ١٠٠ جنيه وسعر السهم للشركة الثانية ٢٥ جنيه ويترتب على أساس سعر السهم، أن يكون الوزن النسبي لأسهم الشركة الأولى معادلاً لأربعة أضعاف الوزن للشركة الثانية ويكون الوزن النسبي الأعلى ناتجاً عن انخفاض عدد الأسهم المصدرة رغم تماثل القيمة الاقتصادية للشركتين.

ـ تأثر قيمة المؤشر بعمليات تجزئة الأسهم Stock Split وتوزيعات أسهم المنحة:

حيث يترتب على تجزئة السهم وتوزيعات أسهم المنحة تغيير في قيمة المؤشر، دون أن يكون هناك تغير حقيقي في أسعار البيع والشراء وسيرد عرض هذه المشكلة عند عرض مؤشر داو جونز، والذي يعتمد على هذه الطريقة في ترجيح الأسهم المدرجة به.

ويوضح المثال التالي كيفية حساب القيمة المطلقة للمؤشر وعائده في ظل طريقة الترجيح على أساس سعر السهم الفردي وذلك بافتراض أن هناك مؤشراً يتكون من ثلاثة أسهم فقط هي أ. ب. ج.

أسهم المؤشر	سعر الإقفال في الفترة صفر	سعر الإقفال في الفترة١
أ	٨٠	١٠٠
ج	٧٠	٨٠
م	٥٠	٦٠
القيمة المطلقة للمؤشر	٢٠٠	٢٤٠

عائد المؤشر في نهاية الفترة(١) $\frac{(200-240)}{200} = 20\%$

١- الترجيح بالأوزان المتساوية لأسهم المؤشر:

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن متساوٍ لكل سهم من أسهم المؤشر(معامل ترجيح) ويتم حساب هذا المعامل على أساس سعر السهم حيث يعادل مقلوب سعر السهم، وبالتطبيق على المثال السابق والخاص بالمؤشر الذي يشمل الأسهم أ. ب. ج. يكون معامل الترجيح اللازم بحساب الأوزان هو

$\frac{1}{80}$ ، $\frac{1}{70}$ ، $\frac{1}{50}$ على التوالي.

ويتم حساب الوزن النسبي المتساوي للأسهم من خلال ضرب سعر السهم X معامل الترجيح. ويعيب هذه الطريقة، أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر.حيث يقتصر الترجيح على سعر السهم، بصرف النظر عن عدد الأسهم المتداولة منه، بالإضافة إلى تغير الوزن النسبي للسهم مع تغير سعر السهم بالبورصة.

وبالاعتماد على بيانات المثال السابق، نوضح فيما يلي كيفية حساب قيمة المؤشر وعائده في ظل الترجيح بالأوزان المتساوية.

الفترة صفر

أسهم المؤشر	سعر السهم	معامل الترجيح	الوزن المتساوي
أ	٨٠	٠,٠١٢٥	١
ج	٧٠	٠,٠١٤٢٨٥٧	١
م	٥٠	٠,٠٢	١
قيمة المؤشر المرجح			٣

نهاية الفترة الأولى

أسهم المؤشر	سعر السهم	الوزن النسبي	عائد المؤشر
أ	١٠٠	٠,٢٥	٠,٢٥
ج	٨٠	١,١٤٢٨٥٦	٠,٠١٤٢٨٥٦
م	٦٠	١,٢	٠,٢
قيمة المؤشر المرجح		٣,٥٩٢٨٥٦	٠,٥٩٢٨٥٦

ويتضح من المثال ارتفاع أسعار أسهم المؤشر في نهاية الفترة الأولى، ولحساب الوزن النسبي للسهم، يتم ضرب سعر السهم الجديد × معامل الترجيح لفترة الأساس وذلك على النحو التالي:

الوزن النسبي للسهم أ= ٠,٠١٢٥ × ١٠٠جنيه = ١,٢٥

الوزن النسبي للسهم ج = ٠,٠١٤٢٨٥٧ × ٨٠ جنيه = ١,٢٥

الوزن النسبي للسهم م= ٠,٠٢ × ٦٠جنيه = ١,٢٥

أما عائد المؤشر فيتم حسابه كما يلي:

عائد المؤشر= $\frac{3-3.592856}{3} = 0.19762$

٢- الترجيح بالقيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر:

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس القيمة السوقية الإجمالية لها، ورغم معالجة هذه الطريقة لعيوب الترجيح على أساس سعر السهم الفردية للمؤشر، إلا أنها تتحيز للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر.

هذا وبالاعتماد على بيانات أسهم المؤشر بالمثال السابق، نوضح فيما يلي كيفية حساب قيمة المؤشر وعائده في حالة الترجيح على أساس القيمة السوقية الإجمالية:

الفترة صفر

أسهم المؤشر	عدد السهم	سعر السهم	القيمة السوقية الإجمالية
أ	١٠٠	٨٠	٨٠٠٠
ج	٥٠	٧٠	٣٥٠٠
م	٢٠٠	٥٠	١٠٠٠٠
القيمة المطلقة للمؤشر			٢١٥٠٠

نهاية الفترة الأولى

أسهم المؤشر	سعر السهم	القيمة السوقية الإجمالية
أ	١٠٠	١٠٠٠٠
ج	٨٠	٤٠٠٠
م	٦٠	١٢٠٠٠
القيمة المطلقة للمؤشر		٢٦٠٠٠

$$0.2093 = \frac{(26000 - 21500)}{21500}$$ عائد المؤشر=

ولبيان التحيز الذي يعيب هذا المؤشر، نفترض وجود حالتين لأسعار الأسهم في نهاية الفترة الأولى. الحالة الأولى: ارتفاع سعر السهم (أ) بنسبة ٥٠٪ وبقاء باقي أسعار أسهم المؤشر كما هي عليه، أما الحالة الثانية، نفترض فيها ارتفاع سعر السهم (م) بنسبة ٥٠٪، وبقاء باقي أسعار أسهم المؤشر كما هي عليه، ويوضح التحليل الآتي العائد على المؤشر في ظل كل حالة.

الحالة الأولى

أسهم المؤشر	عدد الأسهم	سعر السهم	القيمة السوقية الإجمالية
أ	١٠٠	١٢٠	١٢٠٠٠
ج	٥٠	٧٠	٣٥٠٠
م	٢٠٠	٥٠	١٠٠٠٠
القيمة المطلقة للمؤشر			٢٥٥٠٠

الحالة الثانية

أسهم المؤشر	عدد الأسهم	سعر السهم	القيمة السوقية الإجمالية
أ	١٠٠	٨٠	٨٠٠٠
ج	٥٠	٧٠	٣٥٠٠
م	٢٠٠	٧٥	١٥٠٠٠
القيمة المطلقة للمؤشر			٢٦٥٠٠

عائد المؤشر في الحالة الأولى= $- \frac{[25500 - 25500]}{21500} 18.6\%$

عائد المؤشر في الحالة الأولى= $\frac{[26500 - 21500]}{21500} = 23.25\%$

ويتضح من مقارنة النتائج في الحالتين السابقتين، أنه رغم ارتفاع سعر كل من السهم (أ) في الحالة الأولى والسهم (م) في الحالة الثانية بنسبة ٥٠٪ لكل منهما، إلا أن هناك زيادة في عائد المؤشر بالنسبة للحالة الثانية، نتيجة ارتفاع القيمة السوقية الإجمالية للسهم(م) في فترة الأساس ٠صفر).

ويتضح من التحليل السابق الآتي:

- اختلاف قيمة وعائد المؤشر باختلاف الطريقة المستخدمة في ترجيح أسهم المؤشر.
- يعبر عائد المؤشر عن العائد الناتج من تغير أسعار أسهم المؤشر.

هذا وللوصول إلى العائد الكلي للمؤشر، يجب إضافة توزيعات الأرباح على أسهم المؤشر إلى بسط معادلة العائد لتحديد العائد الكلي لمحفظة الأوراق المالية المكونة للمؤشر.

٣- الطرق المستخدمة في حساب قيمة المؤشر:

تؤثر الطريقة المستخدمة في حساب المتوسط على قيمة المؤشر، حيث يتم حساب معظم المؤشرات على أساس المتوسط الحسابي مثل مؤشر داو جونز **Dow Jones** ومؤشر ستاندر آند بور ٥٠٠ **s&p 500**، إلا أن هناك بعض المؤشرات التي يعتمد في حساب قيمتها وعائدها على المتوسط الهندسي. مثل مؤشر فينانشيال تايمز ٣٠ **30 FT**والمؤشر العام للسوق ببورصة نيويورك **Major Market Index**.

وتتصف المؤشرات التي تعتمد في حسابها على المتوسط الهندسي، بارتفاعها ببطء شديد وانخفاضها بسرعة شديدة بالمقارنة بالمؤشرات التي يتم حسابها على أساس المتوسط الحسابي، لذلك تستغرق المؤشرات الأولى فترة طويلة لتحسين أدائها الضعيف، بالإضافة إلى أنه في حالة مقارنة أداء محافظ الأوراق المالية التي يقوم بتكوينها المستثمرون بمثل هذه المؤشرات، سوف تظهر دائماً نتائج أفضل، حيث يتم حساب العائد على هذه المحافظ على أساس المتوسط الحسابي، لذلك يجب معرفة أساس حساب المؤشر قبل إجراء المقارنة بين أداء المحافظ الاستثمارية وأداء المؤشر، أو قبل استخدامه كمؤشر عام المحفظة الاستثمارية.

ويوضح المثال التالي الطرق المختلفة لحساب قيمة وعائد المؤشر في ظل الطرق المختلفة لحساب المتوسط وذلك لمؤشر يشتمل على أربعة أسهم فقط:

أسهم المؤشر	الفترة صفر	الفترة الأولى	الفترة الثانية
	سعر السهم	سعر السهم	سعر السهم
أ	٨٠	١٠٠	٩٠
ج	٧٠	٨٠	٦٠
م	٥٠	٤٠	٤٠
د	٥٠	٥٠	٤٠
القيمة المطلقة للمؤشر	٢٥٠	٢٧٠	٢٣٠

قيمة المؤشر على أساس

المتوسط الحسابي ٦٢,٥ ٦٧,٥ ٥٧,٥

المتوسط الهندسي ٦١,١٦ ٦٣,٢٤ ٥٤,٢٢

قيمة المؤشر باستخدام

الأرقام القياسية على أساس

المتوسط الحسابي ١٠٠ ١٠٨ ٩٢

المتوسط الهندسي ١٠٠ ١٠٣,٤ ٨٨,٦

العائد على المؤشر على أساس

المتوسط الحسابي - ٨٪ ٨٪

المتوسط الهندسي - ٣,٤٪ ١١,٤٪

ويتضح من العرض السابق لقيم وعوائد المؤشر في ظل طريقتي المتوسط الحسابي والهندسي الآتي:

ارتفاع قدره ٢٠ جنيه في القيمة المطلقة للمؤشر في الفترة الأولى وانخفاض قدره ٢٠ جنيه في القيمة المطلقة للمؤشر في الفترة الثانية وقد انعكس ذلك على قيمة المؤشر باستخدام الأرقام القياسية في حالة استخدام المتوسط الحسابي بارتفاع قدره ٨٪ في السنة الأولى وانخفاض قدره ٨٪ في السنة الثانية.

أما في حالة حساب الرقم القياسي للمؤشر على أساس المتوسط الهندسي يلاحظ ارتفاع الرقم القياسي ببطء في السنة الأولى بمعدل ٣,٤٪ وانخفاضه بسرعة في السنة الثانية بمعدل ١١,٤ ، مقارناً بالمتوسط الحسابي.

إن المتوسط الهندسي يتم حسابه عن طريق إيجاد الجذر النوني لحاصل ضرب أسعار أسهم المؤشر والذي توضحه المعادلة التالية:

المتوسط الهندسي=

المتوسط الهندسي = $\sqrt[ن]{س١ \times س٢ \times س٣ .... \times س_{ن-١} \times س_ن}$

المتوسط الهندسي للمؤشر في الفترة الأولى= المتوسط الهندسي=

$\sqrt{٨٠ \times ٧٠ \times ٥٠ \times ٥٠} = ١٦.١٦$

مؤشرات البورصات العالمية:

هناك العديد من المؤشرات التي يتم نشرها بانتظام في الجرائد والمجلات المتخصصة مثل جريدة الوول ستريت والفينانشيال تايمز والمجلات المتخصصة مثل فوربز **Forbs** والبارونز **Barron's** وتوتال **Total** هذا بالإضافة إلى النشرات اليومية لأسعار الأسهم والمؤشرات التي تقوم بإصدارها البورصات المنظمة، ويمكن تقسيم هذه المؤشرات إلى ثلاث مجموعات رئيسية:

- مؤشرات مرجحة على أساس السعر السوقي للأسهم المدرجة بالمؤشر **Price Weighting** مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة **DJIA** ومؤشر داو جونز لشركات النقل ومؤشر داو جونز لشركات المنافع العامة والمؤشر العام للسوق **Major Market Index**.
- مؤشرات مرجحة على أساس القيمة الإجمالية لأسهم المؤشر **Value Weighting** مثل مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ ومؤشر ويلشاير ٥٠٠٠ **Index The Wilshire 5000 Equity** ومؤشر بورصة نيويورك **NYSE** ومؤشر البورصة الأمريكية **AMEX Index** وسلسلة مؤشرات نازداك **NASDAQ** للأسواق غير المنظمة **OTC** ومؤشر فينانشيال تايمز لكافة الأسهم ومؤشر فينانشيال تايمز ١٠٠.

مؤشرات غير مرجحة مثل مؤشر فينانشيال تايمز ٣٠، حيث يتم إعطاء أوزان متساوية لكافة أسهم المؤشر.

المؤشرات شائعة الاستخدام في البورصات الأمريكية:

يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة **DJIA** هو أكثر المؤشرات شائعة الاستخدام المرجحة على أساس السعر السوقي للسهم، كذلك يعد مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ من أكثر المؤشرات المرجحة بالقيمة استخداماً في الولايات المتحدة الأمريكية وفيما يلي عرض لكلا المؤشرين بالإضافة إلى بعض المؤشرات الأخرى.

مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة **DJIA**:

يعد مؤشر "داو جونز" أشهر المؤشرات المستخدمة في الأسواق المالية على الإطلاق، وقد سمى بهذا الاسم نسبة إلى تشارلز داو **Charles Daw** وادوارد جونز **Edward Jones** مؤسسي صحيفة وول ستريت. وقد تم نشر قيمة هذا المؤشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في منتصف عام ١٨٨٤، وقد تم حساب قيمة المؤشر في البداية على أساس عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية، ثم ازداد حجم العينة إلى ١٢ سهم في نهاية مايو ١٨٩٨ ثم إلى ٢٠ سهم في عام ١٩١٦ وفي عام ١٩٢٨ بلغ حجم العينة ٣٠ سهم ومنذ ذلك التاريخ لم يتغير حجم عينة الأسهم التي يشملها المؤشر.

وتجدر الإشارة إلى أن الأسهم الحالية التي يشملها المؤشر ليست هي نفس الأسهم التي كان يحسب على أساسها المؤشر عام ١٩٢٨، حيث تم استبعاد بعض الشركات وإضافة شركات أخرى، وكمثال على ذلك: تم إضافة أسهم شركة **IBM** ضمن أسهم المؤشر عام ١٩٣٢، ثم إحلالها عام ١٩٣٩ بأسهم شركة التلغراف والتليفون الأمريكية**Phone & Telegraph American Tele**، ثم أعيد تسجيلها مرة أخرى ضمن أسهم المؤشر عام ١٩٧٩، كذلك تم إضافة أسهم شركة **March & Co** محل أسهم شركة كرايزلر وإستمارك **Estmark Chrysler and**.

كيفية حساب مؤشر داو جونز:

يعد حساب قيمة مؤشر داو جونز أمراً في غاية البساطة، في حالة عدم قيام الشركات التي يضم المؤشر أسهمها بتجربة هذه الأسهم أو بتوزيع أسهم منحة. ففي البداية كان يحسب المتوسط بقسمة مجموع أسعار أسهم المؤشر على عددها، غير أن إتباع هذه الطريقة أصبح أمراً غير منطقي، في حالة قيام الشركات المدرجة أسهمها بالمؤشر بتجزئة الأسهم أو بتوزيع أسهم منحة، حيث يؤدي كلا التصرفين إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة وانخفاض السعر السوقي للسهم، مما يؤدي إلى تحيز المتوسط المرجح بسعر الأسهم الفردية.

ولتوضيح النتائج المترتبة على تجزئة الأسهم، نفترض وجود ثلاثة أسهم فقط ضمن عينة الأسهم للمؤشر وذلك لثلاث شركات هي أ. ب. ج. وإن أسعار وعدد الأسهم المتداولة خلال يومين يوضحها الجدول التالي:

أسهم المؤشر	اليوم الأول سعر السهم	اليوم الأول عدد الأسهم المتداولة	اليوم الثاني سعر السهم	اليوم الثاني عدد الأسهم المتداولة
أ	١٠جنيه	١٠٠٠	١٠جنيه	١٠٠٠
ب	٢٠جنيه	١٠٠٠	١٠ جنيه	٢٠٠٠
ج	٣٠جنيه	٢٠٠٠	٣٠جنيه	٢٠٠٠
المجموع ٦٠ جنيه			٥٠جنيه	

العدد المقسوم عليه **Divisor** ٣ ؟

متوسط السعر ٢٠جنيه ٢٠جنيه

ويتم حساب العدد المقسوم عليه في اليوم الثاني **Divisor** بقسمة مجموع أسعار الأسهم على متوسط السعر لليوم السابق (بافتراض عدم تغير الأسعار نتيجة البيع أو الشراء) أي = ٥٠ جنيه ÷ ٢٠جنيه = ٢,٥.

ويتضح من بيانات المثال أن أسعار أسهم المؤشر في اليوم الأول لكل من أ. ب. ج. هما على التوالي ٣٠، ٢٠، ١٠ جنيه للسهم وأنه تم تجزئة السهم (ب) في اليوم الثاني بنسبة ٢:١ مما أدى إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة إلى ٢٠٠٠ سهم وقد ترتب على ذلك انخفاض سعر السهم (ب) إلى ١٠ جنيهات، وفي الحقيقة لم يتغير سعر السهم (ب) في اليوم الثاني عن سعره في اليوم الأول، كما هو الحال بالسبة لكل من السهم (أ) والسهم(ج).

وإذا ما قمنا بحساب متوسط أسعار الأسهم لليوم الثاني، سيتم تقسيم مجموع أسعار الأسهم وقدرها ٥٠ على ٣، يكون المتوسط ١٦,٦٧ جنيه مما يعني انخفاض في قيمة المؤشر، ويرجع هذا الانخفاض إلى تجزئة السهم (ب) ولا يرجع إلى تغير في سعر السهم (ب)، ويتطلب ذلك إيجاد قاسم جديد **A New Divisor** يعطي متوسطاً للسعر كما يجب أن يكون بدون عملية التجزئة لسهم (ب)، ويتم ذلك بقسمة مجموع أسعار أسهم اليوم الثاني على متوسط السعر لليوم السابق لعملية التجزئة.

وتجدر الإشارة إلى أنه قد تم إجراء عدة تعديلات على إجراءات حساب قيمة المؤشر وذلك لاستيعاب الآثار المترتبة على تجزئة الأسهم **Stock Split** وتوزيعات أسهم المنحة **Stock Dividends** وقد بلغت قيمة العدد المقسوم عليه في منتصف عام ١٩٨٦ **Divisor** ٠,٩٢٩. وهذا الرقم يقل عن العدد المقسوم عليه منذ بداية حساب قيمة المؤشر وهو ٣٠ (والذي يمثل عدد الأسهم الأصلي في بداية عمل المؤشر).

وعلى ذلك يمكن صياغة نموذج تحديد قيمة مؤشر داو جونز من المعادلة التالية:
قيمة المؤشر" داو جونز" في يوم ما= مجموع أسعار إقفال اليوم لأسهم المؤشر ÷ قيمة

المقسوم عليه ونظراً لأن مقام المعادلة ليس بالضرورة هو عدد الأسهم المكونة للمؤشر، فإن قيمة المؤشر ليست بالضرورة هي المتوسط الحسابي.

ومن التحليل السابق لحالة تجزئة الأسهم، تم بيان كيفية استيعاب أثر عملية التجزئة على قيمة المؤشر، ولكن كيف يتم معالجة آثار عملية التجزئة إذا ما تحركت أسعار أسهم المؤشر إلى أعلى أو إلى أدنى؟

لبيان ذلك نفترض أنه في اليوم الذي حدثت فيه التجزئة، كان السوق في حالة صعود وأن سعر الإقفال للأسهم أ. ب. ج. في اليوم التالي كان على النحو التالي:

أسهم المؤشر	أسعار أسهم المؤشر فور الإعلان عن التجزئة	سعر الإقفال بعد التجزئة
أ	١٠	١٢
ب	١٠	١٤
ج	٣٠	٣٦
	٥٠	٦٠

÷ قيمة المؤشر في اليوم الأول ٢٠ نقطة ÷ المقسوم عليه التجزئة ٢,٥

· قيمة المقسوم عليه ٢,٥ · قيمة المؤشر ٤ نقطة

ويتضح من التحليل السابق أن قيمة المؤشر ٢٤ نقطة، تعكس درجة التحسن الذي طرأ على أسعار الأسهم نتيجة ارتفاع القيمة السوقية لها، ويمكن حساب الزيادة في أسعار الأسهم كما يلي:

$$\text{نسبة الزيادة في أسعار الأسهم} = \frac{(60 - 50)}{50} = 20\%$$

$$\text{نسبة الزيادة في قيمة المؤشر} = \frac{(24 - 20)}{20} = 20\%$$

الانتقادات التي توجه لمؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA):

ترتبط الانتقادات الموجهة لمؤشر داو جونز بالمتغيرات الأساسية لحساب قيمته وتتمثل في مدى تمثيل عينة أسهم المؤشر للمجتمع الكلي للأسهم المتداولة ببورصة

نيويورك وطريقة ترجيح أسهم المؤشر وطريقة حساب قيمة المؤشر في ظل ظروف توزيع أسهم منحة بواسطة الشركات التي يضم المؤشر أسهمها.

الانتقادات الموجهة لدى تمثيل حجم عينة المؤشر لمجتمع للأسهم المتداولة ببورصة نيويورك:

يحتوي مؤشر داو جونز على ٣٠ سهم فقط، عدد الأسهم المتداولة ببورصة نيويورك في حدود ١٧٠٠ سهم، وبالتالي فإن حجم العينة لا يمثل مجتمع الأسهم المتداولة إحصائياً، خاصة وأن هناك مؤشرات أخرى يصل حجم العينة فيها إلى ٥٠٠ مفردة مثل مؤشر ستاندرد آند بور. هذا المؤشر الأخير يمكن أن يعبر عن اتجاهات السوق ككل بكفاءة.

والإضافة إلى حجم العينة ومدى تمثيلها هناك انتقاد لتحيز العينة للشركات الصناعية الكبيرة والتي يطلق عليها **Blue- Ship Stocks**.

وفي ضوء الانتقادات السابقة يمكن القول بأن داو جونز مؤشر ملائم للشركات الصناعية الكبيرة ويمكن استخدامه كمقياس لمحافظ الاستثمارات التي تحتوي على أسهم الشركات الصناعية كبيرة الحجم.

الانتقادات الموجهة لطريقة ترجيح أسهم مؤشر داو جونز:

يتم ترجيح أسهم مؤشر داو جونز على أساس السعر السوقي للسهم، وهذا يعني أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة، وذلك على الرغم من أن سعر السهم لا يعد مؤشراً للقيمة السوقية الإجمالية للشركة المصدرة، أو مؤشراً للقوة الإيرادية لها.

الانتقادات الموجهة لطريقة حساب المؤشر:

يوجه إلى طريقة حساب المؤشر، النقد لعدم إجراء أية تعديلات في حالة إصدار أسهم المنحة، إذا كان عدد الأسهم المصدرة يقل عن ١٠٪ من مجموع أسهم المنشأة(أي بنسبة١ :١٠) على الرغم من أن مثل هذه الإصدارات قد يكون لها تأثير كبير إذا كانت قيمة هذه الإصدارات كبيرة.

المؤشرات الأخرى لداو جونز:

بالإضافة إلى مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة **DJIA**، تقدم مؤسسة داو جونز مؤشراً لمتوسط الشركات التي تعمل في مجال النقل **Transportation** وعددها ٢٠ شركة، ومؤشراً لمتوسط شركات المنافع العامة **Utility** والتي تتكون من ١٥ سهم.

ويتم حساب تلك المتوسطات بنفس الكيفية وبالتالي يوجه إليها نفس الانتقادات المشار إليها في الجزء السابق، ويتم نشر تقرير يومي في شكل بياني رقمي للمؤشرات الثلاثة معاً في كل إصدار من جريدة وول ستريت **Wall Street** ويؤدي هذا الانتظام في النشر إلى جعل هذه المؤشرات مجتمعة كمقياس لإداء السوق ككل.

مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ The S & p 500 Index:

يختلف مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ عن مؤشر داو جونز في عدة جوانب، وهي: أن ترجيح أسهم المؤشر يتم على أساس القيمة(أي أن المؤشر يأخذ في اعتباره عدد الأسهم المتداولة بالإضافة إلى سعر السهم) **Value Weighting** كذلك لا يعتبر مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ متوسطاً بل رقماً قياسياً، ترجع فترة الأساس له إلى العوام ١٩٤١ـ ١٩٤٣، وقد تم إعطاء قيمة حكمية للمؤشر قدرها ١٠.

ويعد مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ من المؤشرات الملائمة لإدارة محافظ الاستثمارات التي تقوم بإنشائها المؤسسات المالية وقد تم تقديم هذا المؤشر منذ حوالي٥١ عاماً ليشمل ٥٠٠ سهم، حيث يضم معظم الشركات كبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية. مثل شركة **IBM** وشركة **AT&T**وشركةـ**EXX on** وشركة **General Motors**. حيث تحظى هذه الشركات بوزن نسبي كبير في المؤشر عند مقارنتها بالشركات صغيرة الحجم التي يضمها المؤشر. وتجدر الإشارة إلى أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر.

وفيما يلي توضيح لكيفية حساب قيمة المؤشر، بافتراض أن المؤشر يشمل ثلاثة أسهم فقط وذلك عن فترة زمنية قدرها يومان.

أسهم المؤشر	اليوم الأول			اليوم الثاني		
	عدد الأسهم	سعر الإقفال	القيمة السوقية	عدد الأسهم	سعر الإقفال	القيمة السوقية
أ	١٠٠٠	١٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠	٩	٩٠٠٠
ب	١٠٠٠	٢٠	٢٠٠٠٠	٢٠٠٠	١٠	٢٠٠٠٠
ج	٢٠٠٠	٣٠	٦٠٠٠٠	٢٠٠٠	٣٣	٦٦٠٠٠
المجموع			٩٠٠٠٠	المجموع		٩٥٠٠٠

ويتم حساب قيمة المؤشر من المعادلة:

قيمة المؤشر= [(القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر) ÷(القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر في اليوم السابق)]× ١٠

قيمة المؤشر في اليوم الأول(فترة الأساس)= (٩٠,٠٠٠ ÷ ٩٠,٠٠٠)×١٠=١٠

قيمة المؤشر في اليوم الثاني =(٩٥,٠٠٠÷ ٩٠,٠٠٠)×١٠=١٠,٥٦

ويتضح من المثال السابق، أن حساب قيمة المؤشر يعتمد على القيمة السوقية المجمعة للأسهم المدرجة بالمؤشر **On the Aggregate Market Value**، حيث يؤخذ في الاعتبار كل من سعر السهم وعدد الأسهم المتداولة.

ويتميز هذا المؤشر بعدم تأثره بعمليات تجزئة الأسهم أو توزيعات أسهم المنحة ويتضح ذلك من المثال السابق بالنسبة لسهم (ب) في اليوم الثاني، حيث تم تجزئة السهم بنسبة ١:١ وانخفض سعر السهم إلى النصف، إلا أن ذلك لم يؤثر على قيمة المؤشر، حيث أن ناتج ضرب عدد الأسهم الجديدة في السعر الجديد ما زال كما هو عند مستوى ٢٠,٠٠٠ جنيه (ويراعى أنه تم افتراض عدم تغير السعر بالسوق لتبسيط المثال).

هذا وتجدر الإشارة إلى انه نظراً للتغير اليومي في أسعار الأسهم المدرجة بالمؤشر تتغير الأوزان المرجحة بالقيمة السوقية لتلك الأسهم بمرور الوقت، إلا انه يسهل

حساب الأوزان الجديدة لسهولة حساب القيمة السوقية الإجمالية لكل سهم من أسهم المؤشر وكذلك القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر.ويعيب مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠، تأثره الشديد بالتغير في أسعار الأسهم مرتفعة السعر والتي لها عدد كبير من الأسهم **Large Capitalization Stock** ويتضح ذلك من بينات المثال السابق، حيث ارتفعت قيمة المؤشر بنسبة ٥,٦٪(٩٥٠٠٠ ÷ ٩٠٠٠٠) نتيجة زيادة سعر السهم (ج) بنسبة ١٠٪، ولم يؤثر نقص سعر السهم (أ) بنسبة ١٠٪ على المؤشر بالانخفاض، ويرجع ذلك إلى أن عدد الأسهم المتداولة من السهم (ج) وسعر السهم (ج)، يفوق كلاً من عدد الأسهم المتداولة من السهم(أ) وسعر السهم(أ)، أي أن قيمة المؤشر لا تتأثر بالتغير في أسعار الأسهم منخفضة القيمة **Small Capitalization Stocks**.

ويتكون مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ من أربعة مؤشرات هي: مؤشر الشركات الصناعية ةيضم٤٠٠ سهم،ومؤشر شركات المنافع ويضم ٤٠ سهم، ومؤشر شركات النقل ويضم ٢٠٠ سهم، ومؤشر الشركات المالية ويضم ٤٠ سهم ويتم حساب كل مؤشر من هذه المؤشرات على أساس القيمة كما سبق بيانه وقد بلغت قيمة مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ ٤٥٦,٣٣ في ١٩٩٣/٣/١٠.

وهذا يعني أن قيمة المؤشر تضاعف بمقدار ٤٥,٦٣٣ ضعف منذ تقديم هذا المؤشر وحتى هذا التاريخ، ويشمل مؤشر ستاندرد آند بور ٧٥٪ من القيمة السوقية للأسهم المتداولة ببورصة نيويورك.

بعض المؤشرات الأخرى لسواق الوراق المالية الأمريكية:

هناك عدد من المؤشرات الأخرى والتي يتم حسابها ونشرها دورياً وبانتظام في الصحف والمجلات الأمريكية منها:

- مؤشر بورصة نيويورك **NYSY INDEX**:

ويعتمد حساب قيمة هذا المؤشر على ترجيح المتوسط العام بالقيمة السوقية المجمعة للأسهم التي يضمها هذا المؤشر، ويشمل هذا المؤشر كافة الأسهم المسجلة

ببورصة نيويورك، ويتغير عدد الأسهم التي يحويها المؤشر بمرور الوقت، إلا أن عدد الأسهم التي يشملها المؤشر حوالي ١٧٠٠ سهم.

مؤشر ويلشاير The Wilshire 5000 Equity Index:

يتم إصدار هذا المؤشر عن طريق شركة ويلشاير في سانت مونيكا بولاية كاليفورنيا، ويشمل كافة الأسهم في بورصة نيويورك وبورصة أمريكا **AMEX** بالإضافة إلى بعض الإصدارات النشطة بالسوق غير المنظمة **OTC** وعددها ٥٠٠٠ سهم من كافة الأسواق، ويتم حساب هذا المؤشر على أساس القيمة المرجحة **Value Weighcting** ويتم نشر هذا المؤشر أسبوعياً بكل من البارونز والفوربز **Barons and Forbs**.

سلسلة مؤشرات NASDAQ:

وتتكون من ستة مؤشرات منفصلة، كلها مرجحة بالقيمة، وتغطي الشركات الصناعية والبنوك وشركات التأمين والشركات المالية الأخرى وشركات النقل وشركات المنافع العامة بالإضافة إلى مؤشر مركب من تلك المؤشرات الست، ويتم نشر هذه المؤشرات في جريدة وول ستريت **Wall Street**

المؤشرات شائعة الاستخدام في المملكة المتحدة:

مؤشر الفينانشيال تايمز ٣٠ FT 30 Shares Index:

يعتبر مؤشر الفينانشيال تايمز ٣٠ أقدم المؤشرات وأكثرها حساباً بالمملكة المتحدة منذ عام ١٩٣٥، ويضم المؤشر ٣٠ سهماً لأكبر الشركات الصناعية بالمملكة المتحدة، ويتم نشر قيمة هذا المؤشر باستمرار بملحق الشركات والأسواق بجريدة فينانشيال تايمز، هذا ويرجع انخفاض عدد أسهم عينة المؤشر إلى بدء حسابه قبل عصر الحاسبات الآلية.

ولقد كان الغرض الرئيسي من حساب هذا المؤشر هو المساهمة في التنبؤ باتجاهات السوق، وتقديم مقياس لسرعة تقلب السوق إذ يعتمد حساب هذا المؤشر على المتوسط الهندسي، ولا يتم ترجيح أسهم المؤشر حيث يتم إعطاء كافة أسهم

المؤشـر أوزانـا متسـاوية (أي أنـه يهمـل حجـم الشـركات المصـدرة لأسـهم المؤشـر، كذلك يتم إهمال السعر النسبي للسهم) حيث يتساوى تأثير زيادة قدرها ١٠٪ لسهم قيمته ٥٠ ليصبح ٥٥ جنيه مع تأثير زيادة مقدارها ١٠٪ لسهم قيمته ٥٠٠ ليصبح ٥٥٠ جنيه على قيمة المؤشر، حيث يتم الاعتماد في حساب قيمة المؤشر على نسبة التغير في سعر السهم فقط بصرف النظر عن سعره في حساب التغير في قيمة المؤشر.

وتجدر الإشارة هنا إلى انه على الرغم من انخفاض حجم عينة الأسهم التي يشملها المؤشر، إلا أن القيمة السوقية لأسهم المؤشر تعادل ٢٥٪ من جملة قيمة الأسهم المتداولة ببورصة لندن. مما يعكس تحركات السوق بالكامل وبكفاءة.

مؤشر فينانشيال لكافة الأسهم FT- ALL- Share:

ويشمل كافة الأسهم المتداولة ببورصة لندن، ويتم ترجيح أسهم هذا المؤشر على أساس القيمة ويستخدم المتوسط الحسابي في حساب قيمة المؤشر، ويعد مؤشر فينانشيال تايمز لكافة الأسهم، مقياساً عاماً للمحفظة الاستثمارية، ويمكن استخدامه كمقياس لأداء محافظ الاستثمارات في الواقع العملي. هذا ويضم هذا المؤشر، مجموعة من المؤشرات الفرعية، كل منها يختص بصناعة معينة أو قطاع معين والتي تمثل في مجموعها قيمة المؤشر العام.

ويسمح هذا المؤشر بوجود مقاييس نوعية يمكن استخدامها كمؤشرات عامة لمحافظ الاستثمارات النوعية (يقصد بها تلك المحافظ التي تحتوي على أسهم شركات تعمل في قطاع نوعي معين)، كذلك يمكن استخدام المؤشر العام لكافة الأسهم في حساب معامل المخاطرة المنتظمة (التي يطلق عليها البيتا **B**) وهناك العديد من صناديق الاستثمار الانجليزية التي تكون محافظ استثماراتها بالاعتماد على مكونات أسهم هذا المؤشر.

مؤشر فينانشيال تايمز ١٠٠ FT- SE100 Shares index:

يعد هذا المؤشر، أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في المملكة المتحدة ويعرف باسم (Footsie) ويتكون من ١٠٠ سهم من الأسهم القائدة والمتداولة ببورصة لندن، حيث تمثل هذه الأسهم ١٠٠ شركة من اكبر الشركات المساهمة من حيث

القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة Market Capitalization وتمثل قيمة هذه الأسهم ٧٠٪ من حجم رأس المال المتداول بالبورصة تقريباً" من الأسهم المحلية المتداولة".

وقد تم حساب قيمة المؤشر على أساس أسعار الإقفال ليوم العمل المنتهى في ٣٠ ديسمبر ١٩٨٣ وتم إعطاء قيمة أساسية للمؤشر قدرها ١٠٠٠ في هذا التاريخ.

وقد كان الهدف من حساب هذا المؤشر، تقديم وسيلة يمكن الاعتماد عليها في عقد صفقات حق الخيار والعقود المالية المستقبلية **Option and financial futures contract**، وتم البدء في تداول هذه العقود منذ بداية مايو ١٩٨٤.

ويعتمد حساب هذا المؤشر على المتوسط الحسابي المرجح، ويتم تعديله عند الضرورة لاستيعاب التغيرات التي قد تؤثر على قيمة المؤشر التي لا ترجع إلى حركة التعامل العادية بالسوق مثل: التغيير في رأس مال الشركات المصدرة لأسهم المؤشر وحقوق الإصدار **Warrants** واسهم المنحة ويتم ذلك من خلال سلسلة من الإجراءات التي تجعل قيمة المؤشر عند نفس المستوى قبل وبعد حدوث هذه التغيرات. وتجدر الإشارة إلى انه يتم مراجعة قيمة المؤشر ومكوناته على أساس ربع سنوي لاستيعاب قيام بعض الشركات لها أسهم مدرجة بالمؤشر **take over**.

أما بالنسبة للأسهم المدرجة بالمؤشر، فيتم تطبيق قاعدة ٩٠-١١٠ في تغيير عينة الأسهم بالمؤشر، وتعني هذه القاعدة أنه في حالة انخفاض ترتيب السهم إلى اقل من الترتيب رقم ١١٠ في الترتيب العام للسهم المتداولة بالبورصة حسب القيمة السوقية الإجمالية للأسهم، يتم حذف السهم تلقائياً من الأسهم التي يحتويها المؤشر في تاريخ المراجعة- التي تتم كل ثلاثة أشهر- ويتم إحلاله بسهم آخر، كذلك الحال إذا ارتفع ترتيب سهم معين إلى ما يزيد عن الترتيب رقم ٩٠ يضاف هذا السهم إلى أسهم المؤشر ويتم إسقاط سهم آخر.

ويتم حساب قيمة المؤشر كل دقيقة من خلال نظام الكتروني معين يطلق عليه **EPIS**(وهو اختصار للمصطلح **Electronic Price Information Computer** ببورصة انجلترا ويتم نشره على شاشات عرض ملحقة بحاسبات آلية **TOPIC**(وهي

اختصـار للمصـطلح **(Teletext out- put of Price Information by Computer)** ويـتم عـرض قيمـة المؤشـر ـفي الوقـت نفسـه بالمقصـورة **Floor** ويـتم توزيـع ونشـر قيمـة المؤشر من خلال الإذاعة ودور النشر.

الفصل العشرون

تحليل الأوراق المالية والاستثمارات بالأسهم

(التحليل الشامل أو التحليل الأساسي)

Financial Analysis for Securities

Investment stocks

"ليس التقدم بتحسـ ما كان،
بل بالسـ و ما سيكون"
جـ ان خليل جـ ان

يعد قرار الاستثمار في ورقة مالية معينة قراراً صعباً يحتاج إلى رؤية واسعة وعميقة وممتدة، لتستوعب العديد من المتغيرات المرتبطة بالأداء المستقبلي، وبالقيمة السوقية المستقبلية لهذه الورقة، ويتم ذلك في ضوء احتمالات متصاعدة للمخاطر وتعدد أوجه الخطر التي ستواجه المستثمر، في ظل وجود العديد من البدائل المماثلة والمتنافسة، وهي عملية حياتية أساسية مرتبطة بحياة المستثمر وبكيانه الذاتي.

فالاستثمار في الأوراق المالية وكذا المضاربة عليها أمر يحتاج إلى توافر قدر مناسب من البيانات والمعلومات التي يتم تحليلها واستخراج المؤشرات الرئيسية منها بهدف الوصول إلى اتجاهات حركة أسعار هذه الأوراق، وبالشكل الذي يقلل من دائرة عدم التأكد أو من المجهول المستقبلي المصاحب لقرار الاستثمار في الأوراق المالية.

تعريف التحليل المالي:

يعرف التحليل المالي: بأنه أحد مجالات العلوم الاجتماعية الذي يعنى بدراسة القوائم المالية بشكل تفصيلي وانتقادي وتفسيرها وفهمها وبمساعدة بيانات أخرى إضافية في ضوء اعتبارات وأغراض معينة، ويتضمن ذلك التحليل أبرز علاقات الارتباطات القائمة بين عناصر القوائم المالية والتغيرات التي تطرأ على تلك العناصر على مدى فترات أو فترات زمنية عديدة، وحجم ذلك التغير على الهيكل المالي للمنشأة وأثره.

ومن جهة ثانية تم تعريف التحليل المالي بأنه: عملية يتم من خلالها استكشاف أو اشتقاق مجموعة من المؤشرات الكمية والنوعية حول نشاط المشروع الاقتصادي بهدف تقسيم أدائه من زوايا عديدة بغرض تحديد جوانب القوة والضعف، ومن ثم استفادة الأطراف المعنية من المعلومات التي يوفرها التحليل الرشيد لاتخاذ قراراتهم.

من جهة ثالثة تم الإشارة إلى التحليل المالي بأنه: عبارة عن فن التعامل مع الكليات المالية المجمعة بتحويلها إلى عناصرها وأجزائها ودراسة العلاقات والتأثيرات المتبادلة ما بين الكل والجزء، وما بين الجزء والجزء الآخر.

فالتحليل المالي ببساطة هو فحص ودراسة بيانات القوائم المالية بشكل تفصيلي ودقيق مع استقراء العلاقات القائمة بين عناصرها وأجزائها والتوصل إلى مجموعة من المؤشرات.

إن المحلل الأساسي يربط ما بين التغيرات في السياسات والمتغيرات والمؤشرات الاقتصادية لسلسلة زمنية معينة وتأثيرها في الورقة المالية وخاصة الأسهم التي ترتبط بشدة بتغيرات النشاط الاقتصادي، لا بل تعد عنصراً في انعكاسات النشاط الاقتصادي طالما أن السهم يعتبر تعبيراً عن ملكية جزء من هذا النشاط.

وتعد مؤشرات الأسهم أحد المؤشرات التي يعتمد عليها في التحليل الأساسي للتنبؤ بحالة السوق، والوقوف على قيمة الأسهم الحقيقية.

الهدف من التحليل:

يهدف التحليل الأساسي إلى تقييم الفوائد والمخاطر لاتخاذ قرارات الاستثمار وتحديد الأسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها إلى محفظة الاستثمار، فالتحليل الأساسي بمستوياته الثلاثة يهدف في النهاية إلى التوصل إلى القيمة الذاتية والحقيقية للاستثمار **Intrinsic value** ومدى قربها أو بعدها عن القيمة السوقية له.

افتراضات التحليل:

يفترض التحليل الأساسي أن سوق رأس المال كفء على الأقل في شكله الضعيف، كما يمثل ذلك النوع من التحليل ضماناً لعدم الوقوع في أخطاء استثمار فادحة عند اتخاذ القرار الاستثماري.

مصادر البيانات التي يعتمد عليها التحليل:

تتمثل مصادر بيانات التحليل الأساسي في العوامل الاقتصادية العامة (الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف) والعوامل المتعلقة بالصناعة (دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة المتنافسة)، بالإضافة إلى عوامل متعلقة بالشركة (مثل القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات).

أدوات التحليل الأساسي:

يعتمد التحليل الأساسي على تحليل المؤشرات الاقتصادية العامة، ودورة حياة الصناعة، والتنبؤ بحالات النمو وتحليل ظروف المنافسة، وتحليل التطورات التكنولوجية بالإضافة إلى تحليل القوائم المالية وتحليل السلاسل الزمنية، والتحليل الرأسي والأفقي للقوائم المالية فضلاً عن التحليل باستخدام النسب والمؤشرات المالية.

من حيث المفهوم:

ينصب التحليل الأساسي للورقة أي كانت نقطة البدء على مجموعة من المتغيرات الاقتصادية (الكلية، القطاعية، الجزئية) والسياسات الاقتصادية، فلدراسة المتغيرات الاقتصادية الكلية يتناول المحللون:

- (الناتج القومي والدخل القومي ومعدلات نموها ، ومعدلات التضخم والبطالة في الاقتصاد ، وعرض النقود والطلب عليها ، متوسط دخل الفرد الحقيقي ونموه، حالة الدورة التجارية التي يمر بها الاقتصاد).

أما لدراسة مؤشرات حالة السوق للمتغيرات الاقتصادية القطاعية يتناول المحللون:

(القيمة المضافة المتحققة للصناعة صاحبة الورقة محل التحليل، الاستخدام في الصناعة، حجم التسهيلات الائتمانية للقطاع، مؤشر حالة القطاع.......).

أما لدراسة المتغيرات الاقتصادية الجزئية يتناول المحللون:

(عدد الرخص الممنوحة للمنشآت المنافسة، حجم القروض الممنوحة للمنشآت المنافسة، المبيعات للمنشآت المنافسة ونموها، إنتاجية العمل ورأس المال في المنشأة، قوائم التحليل المالي " المركز المالي "، قائمة الدخل).

أما ما سيتناوله المحلل في جانب السياسات الاقتصادية:

- السياسة المالية في الاقتصاد (الإنفاق العام، الضرائب، الرسوم، ضرائب القيمة المضافة، مشروعات الحكومة، ..... الخ).
- السياسة النقدية في الاقتصاد (معدلات الفائدة، عرض النقود، التسهيلات المصرفية، تركيبة أصول المصارف، .... الخ).
- السياسة التجارية، الصادرات من سلع المنشأة محل التحليل، الواردات من مستلزمات الإنتاج للمنشأة، الصادرات المنافسة، الواردات المنافسة، .... الخ.

الجوانب الرئيسية لتحليل الأوراق المالية:

ويقوم التحليل الأساسي للأوراق المالية على تحديد قيمتها، أو بمعنى آخر الوصول إلى السعر المناسب لها ويتم ذلك من خلال الوقوف على جانبين هما:

الجانب الأول: تحليل ورصد وتتبع تطور حركة التعامل على الورقة المالية في الماضي، باعتبار أن كل شيء ما هو إلا نتاج ماضيه، وأن جانب كبير من القيمة الحالية للورقة المالية نتاج ما تم عليها في الماضي من تعاملات.

الجانب الثاني: تحليل النسب المالية للقوائم المالية التي قامت الشركة بإعدادها ونشرها عن نشاطها، سواء ما كان متصلاً بالأرباح والخسائر أو بالميزانيات الفعلية أو الموازنات التقديرية...... الخ، في محاولة للوصول إلى الحكم على نسب الربحية، ونسب السيولة، ونسب الكفاءة الإدارية، والجدارة التسويقية...... الخ.

وكلا الجانبين لازمان وضروريان لسلامة الحكم على مدى مناسبة الاستثمار في ورقة مالية بعينها من عدمه، ومن ثم يتعين على مدير الاستثمار أو على متخذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية الإحاطة بهما والتعرف على النسب الخاصة بكل منهما ودلالة كل منها حتى يأتي قراره صائباً وسليماً.

وفيما يلي عرض موجز لكل من الجانبين سالفي الذكر.

تطور التعامل على الورقة المالية:

يمثل تتبع حركة التعامل على الورقة المالية سجل للتغيرات التي أصابتها، وبالتالي معرفة أين تكمن عوامل القوة ومناطق الضعف فيها، فضلاً عن معرفة الأسباب التي تكمن وراء ذلك، ويتم هذا من خلال تحليل حركة الأوراق المالية في البورصة على النحو التالي:

تتبع حركة الورقة المالية في الماضي ومعرفة مدى التقلبات التي أصابت التعامل عليها سواء فيما يتصل بحركة واتجاهات أسعارها، أو فيما يتصل بعدد المعاملات التي تمت عليها.

موقف الورقة المالية في الحاضر سواء فيما يتصل بأولويات المستثمرين أو ما يتصل بعملية عرضها أو التعامل عليها.

اتجاه الورقة كمؤشر ذو دلالة على مستقبلها، من حيث حجم الطلب المتوقع عليها وحجم المعروض والمتاح منها، ومدى التراكم الرأسمالي الذي تكتسبه.

تطور نصيب الورقة من المعاملات التي تتم في البورصة في إطار علاقة معاملاتها النسبية بإجمالي معاملات السوق التي تمت في فترة معينة.

قياس مدى التفضيل عليها من جانب العملاء والمتعاملين في البورصة.

المركز التسويقي للشركة أو المؤسسة المصدرة للورقة المالية من حيث مكانتها في السوق وحجم معاملاتها وتطور أرباحها ، ومنتجاتها المنافسة التي تواجهها وقدرتها على مواجهة هذه المنافسة.

تحليل النسب المالية :

وقبل البدء بالنسب المالية واستخداماتها لا بد من التذكير بقائمة المركز (الميزانية) وقائمة الدخل أو ما يسميه البعض قائمة نتائج العمليات (حساب أرباح وخسائر).

قائمة المركز المالي (الميزانية) :

تعتبر قائمة المركز المالي (الميزانية) كشف يوضح الموارد الاقتصادية المتاحة للمنشأة ومصادر الحصول على تلك الموارد وذلك في لحظة زمنية معينة وعادة ما تكون نهاية السنة المالية.

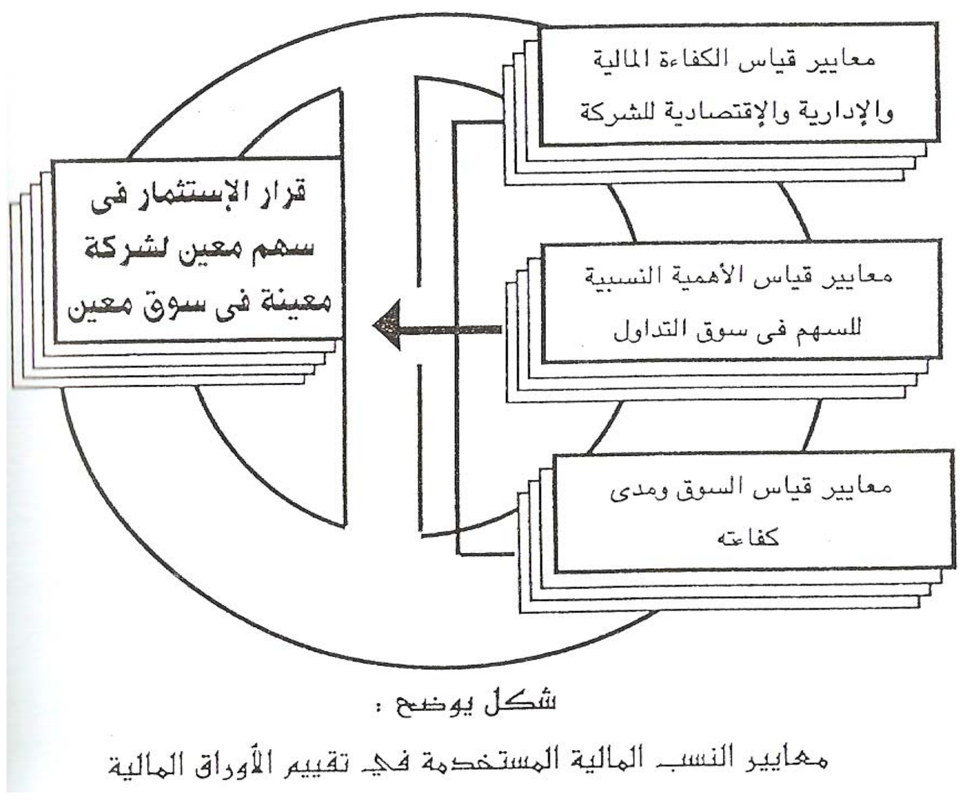
تتألف الميزانية من جانبين الأصول (الأرصدة المدينة)، وجانب آخر يمثل الخصوم (الأرصدة الدائنة وحقوق الملكية).

قائمة الدخل أو حساب الأرباح والخسائر :

يمكن من خلالها معرفة الفرق بين المدخلات والمخرجات المتعلقة بنشاط المنشأة أي بين ثمن البيع وثمن الكلفة للوصول إلى مقدار الربح والخسارة التي تحققت خلال فترة زمنية وهو الغرض الرئيسي لأي مشروع، وتعتبر بمثابة أداة محاسبية لتمكين المساهمين والدائنين من الوقوف على مستوى ربحية المنشأة والعوامل المؤثرة بها.

معايير النسب المالية المستخدمة في تقييم الأوراق المالية :

تقوم النسب المالية بدور هام وحيوي في ترشيد قرارات التعامل على الأوراق المالية ولما كانت النسب متعددة ومتنوعة فإنه يمكن استخدام ثلاثة معايير من النسب يظهرها الشكل التالي.



شكل يوضح :

معايير النسب المالية المستخدمة في تقييم الأوراق المالية

وفيما يلي عرض موجز لكل منها:

أولاً: معايير قياس الكفاءة المالية والإدارية والاقتصادية للشركة التي ترغب في شراء الأوراق المالية المصدرة منها:

وهي من أهم المعايير المستخدمة في تقييم مدى سلامة قرار الاستثمار الذي تم اتخاذه فالحكم على الكفاءة المالية والإدارية للمشروع المراد الاستثمار في أوراقه المالية أمر شديد الأهمية والخطورة للتأكد من سلامة قرار الاستثمار في هذه الأوراق من عدمه...... وتضم هذه المعايير ثلاث مجموعات رئيسية من المؤشرات وهي:

مجموعة المؤشرات الخاصة بالتكوين المالي والرأسمالي:

وتستخدم هذه المؤشرات للحكم على مدى مناسبة المركز المالي للشركة المصدرة للورقة في إطار علاقة مواردها الذاتية بمواردها الخارجية ومدى إمكانية استمرارها من عدمه في إطار المصادر والاستخدامات..... ويتم الاعتماد على هذه

المؤشرات في إطار سلسلة زمنية لا تقل عدد سنواتها عن الثلاث سنوات الأخيرة..... وأهم هذه المؤشرات ما يلي:

نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول Equity Ratio:

وتستخدم هذه النسبة في توضيح مصادر التمويل المختلفة، ومدى اعتماد الشركة على مواردها الخاصة أو الذاتية في تمويل نشاطها الذي تقوم به..... وتكون هذه النسبة كما يلي:

= حقوق حملة الأسهم × ١٠٠

إجمالي الأصول

وكلما زادت هذه النسبة كلما دلت على قوة ومتانة المركز المالي للمشروع وعدم وجود أخطار كبيرة تعرضه للانهيار.

نسبة حقوق الغير إلى حقوق الملكية Debt / Equity Ratio:

وتوضح هذه النسبة مقدار تغطية حقوق المساهمين للالتزامات الخارجية القائمة على المشروع، وبمعنى آخر مقدار ما يخص الغير من حقوق الملكية على النحو التالي:

= الديون والالتزامات × ١٠٠ ٪

حقوق المساهمين

فإذا أظهرت نتائج التحليل أن الشركة تعتمد بصفة رئيسية في تمويلها لنشاطها (لأنشطتها) على أموال الغير سواء من خلال الاقتراض من الجهاز المصرفي أو من الموردين أو الحصول على مقدمات حجز من الموزعين.... فإن هذا يحتاج إلى إجراء عدة اختبارات للتأكد من سلامة الاستثمار في الأوراق التي تصدرها هذه الشركة من خلال الآتي:

قياس مدى كفاية أرباح التشغيل والمتاجرة لمواجهة أعباء التمويل الخارجي أو فوائد الاقتراض السنوية مع تحقيق أرباح طبيعية مناسبة في إطار العائد الذي تحققه المشروعات المماثلة أو المشروعات المنافسة، أو عوائد الفرص الاستثمارية البديلة.

قياس عدد مرات تغطية أرباح النشاط لأعباء الفوائد التي يتحملها المشروع نتيجة الاقتراض من الخارج.... ومن ثم تحديد ما إذا كانت الأرباح كافية ومناسبة وأن فرصة الاستثمار في هذه الأسهم أو بشكل عام في الأوراق المالية التي تطرحها الشركة مناسبة لتغطية أرباحها عدة مرات لأعباء الفوائد، ومن ثم تعطى مؤشراً يدعو إلى الاطمئنان ويؤكد سلامة قرار الاستثمار.

قياس مدى كفاية التمويل الذاتي للشركة من خلال مواردها الناجمة عن التشغيل المعتاد للنشاط الذي تمارسه، وكذلك عن طريق ما تم تكوينه من احتياطات وأرباح مرحّلة وأرباح غير موزعة مستثمرة في العمليات الجارية والأصول المتداولة في الشركة، وكذا قدرة هذه الأموال على مواجهة احتياجات المشروع الجاري تنفيذها من توسعات وعمليات إحلال وتجديد وصيانة رأسمالية..... فضلاً عن مواجهة الالتزامات الطارئة التي قد تتعرض لها الشركة، دون أن يؤثر ذلك على سلامة صافي رأس المال العامل أو على احتياجات المشروع من الأموال.

ويساعد في حُسن استخراج المؤشرات المذكورة واستخدامها لترشيد أو لاتخاذ قرار شراء أو استثمار في أوراق مالية معينة لشركة معينة، وأن يتم استخراج هذه النسب لعدد من السنوات (ثلاث سنوات على الأقل) الأخيرة حتى تكون الصورة أفضل عند التقييم.

ج ـ نسبة الخصوم المتداولة إلى صافي حقوق المساهمين:

وتوضح هذه النسبة ـ لمتخذ قرار الاستثمار ـ مدى اعتماد الشركة المصدرة للورقة المالية على مصادر التمويل الخارجية قصيرة الأمد في تمويل نشاطها، وفي الوقت نفسه مدى تغطية صافي حقوق المساهمين لهذه الالتزامات التي تستحق السداد في الأجل القصير، ومن ثم معرفة مدى قدرة المشروع على مواجهة المطلوبات أو الالتزامات الواجب سدادها خلال فترة زمنية قصيرة، وسواء كانت هذه الالتزامات:

حقوق للتجار والموردين.

حقوق للبنوك والمصارف وشركات الائتمان والبيوع الإيجابية (الليزنج).

حقوق للدولة والسلطات السيادية كالضرائب والتأمينات مستحقة السداد.

ويتم استخراج هذه النسبة بقسمة الخصوم المتداولة على صافي حقوق المساهمين على النحو التالي:

= الخصوم الجارية × ١٠٠

حقوق الملكية (حقوق المساهمين)

د- نسبة الأصول المتداولة إلى الأصول الثابتة:

وتستخدم هذه النسبة في توضيح العلاقة الحيوية ما بين رأس المال العامل الموظف في المشروع والمُعبر عنه بالأصول المتداولة، وما بين الأصول الثابتة المستثمرة فيها أموال المشروع، ومن خلال دراسة تطور هذه النسبة خلال السنوات الأخيرة يُحدد مدى مناسبة الموقف الأخير أو الحالي لها من حيث مدى كفاية رأس المال العامل لاستغلال الطاقة القصوى للأصول الثابتة.

فحيوية الشركة وفاعلية التوظيف فيها ترتبط ارتباطاً عضوياً بحسن استغلال الطاقات الإنتاجية القائمة فيها والتي يعبر عنها بالعلاقة ما بين رأس المال العامل قصير الأجل الموظف في الأصول المتداولة، وما بين رأس المال الثابت طويل الأجل الموظف في الأصول الثابتة فعدم وجود تناسب بينهما قد يؤدي إلى:

عدم قدرة المشروع على تشغيل أصوله الثابتة بكامل طاقتها نظراً لعدم وجود رأسمال عامل كافٍ.

وجود أموال غير مستغلة وغير موظفة ورأسمال عاطل يؤثر على ربحية المشروع، نتيجة وجود فائض غير مستثمر من رأس المال العامل يزيد عن حاجة المشروع.

ويمكن ملاحظة ذلك من خلال متابعة تطور رصيد كل من:

مخزون المواد الخام ومستلزمات التشغيل.

رصيد النقدية بالخزينة والبنوك.

فارتفاع رصيد أي منهما دون أن يتطلب ذلك احتياجات حقيقية في المشروع، أمر يدل على أن إدارة المشروع في حاجة إلى ترشيد لقراراتها، وكذلك الحال في حالة نقص رأس المال العامل لما يحدثه ذلك من آثار على ربحية المشروع، ومن ثم على قرار

الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها الشركة في ظل الفرص الاستثمارية البديلة المتاحة في السوق.

هـ ـ نسبة الأصول الثابتة إلى حقوق المساهمين:

وتستخدم هذه النسبة في تحديد مدى تغطية حقوق المساهمين للأصول الثابتة، باعتبار أن مصادر تمويل الأصول الثابتة مصادر يتعين أن تكون طويلة الأجل، وفي الوقت ذاته لا تتضمن أعباء والتزامات كبيرة (معدل فائدة مرتفع)، ومن ثم يستطيع المشروع تأكيد مقومات نجاحه دون أن تهدده عقبات أو التزامات مالية كبيرة، ومن ثم تظهر هذه النسبة مدى تمويل واعتماد المشروع على مصادر التمويل الداخلية الممثلة في حقوق المساهمين (احتياطات، أرباح محتجزة، رأس مال مساهم به) في تمويل شراء الأصول الثابتة (من أراض، ومبان، وآلات ومعدات، ومنافذ توزيع) ويتم استخراج هذه النسبة بقسمة الأصول الثابتة على صافي حقوق المساهمين على النحو التالي:

$$= \frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{حقوق المساهمين}} \times ١٠٠$$

و ـ نسبة أموال الغير إلى إجمالي مصادر التمويل:

وهي من النسب التي تبحث في مدى توازن الهيكل التمويلي للشركة التي تعتزم الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها، حيث تعمل هذه النسبة على إظهار المكونات الرئيسية للهيكل التمويلي، كما يمكن التعبير عن هذه النسبة بصورة أخرى، وهي نسبة أموال الغير إلى إجمالي الأصول، وباعتبار أن قيمة إجمالي الأصول هي في واقع الأمر إجمالي الأموال المستثمرة في المشروع.

ويتم استخراج هذه النسبة على النحو التالي:

$$= \frac{\text{إجمالي الالتزامات الخارجية (أموال الغير)}}{\text{إجمالي مصادر التمويل (إجمالي الأصول)}} \times ١٠٠$$

وبمقارنة هذه النسبة بالنسب القائمة بالمشروعات المماثلة يظهر لنا مدى توافقها مع الاتجاه العام للمشروعات.

ز- نسبة القروض طويلة الأجل إلى حقوق المساهمين:

وتستخدم هذه النسبة في توضيح مدى التناسب في علاقات الالتزامات الخارجية طويلة الأجل، إلى مصادر التمويل الداخلية طويلة الأجل الممثلة في حقوق أصحاب المشروع، وفي الوقت ذاته معرفة مدى قدرة المشروع الذاتية على سداد أعباء القروض الخارجية وفوائدها وأقساطها من خلال الإيراد السنوي التشغيلي، ودون أن يترتب على ذلك إرهاق للمشروع.

ويتم استخراج هذه النسبة بقسمة أرصدة القروض طويلة الأجل على حقوق المساهمين، على النحو التالي:

= القروض طويلة الأجل (الالتزامات الخارجية طويلة الأجل) × ١٠٠

حقوق أصحاب المشروع (حقوق المساهمين)

ح - نسبة المبيعات إلى حقوق المساهمين:

وهي من أهم النسب التي نقوم بدراستها عند اتخاذ قرار الاستثمار في ورقة مالية معينة لشركة معينة، وتستخدم هذه النسبة في إيضاح مدى قدرة المشروع على تدوير رأسمال الشركة المساهم به، وعدد هذه الدورات، فهدف أي مشروع هو تحقيق قدر مناسب من المبيعات بصفة رئيسية وبالتالي فإن قدرة المشروع على البيع وتحقيق معدل دوران لحقوق المساهمين تعد من المؤشرات الرئيسية على مدى نجاح المشروع، ويتم استخراج هذه النسبة بقسمة إجمالي المبيعات (صافي المبيعات والتي يعبر عنها بالإيرادات الجارية للنشاط المعتاد) ويتم قسمتها على حقوق المساهمين على النحو التالي:

= صافي المبيعات (المبيعات – المردودات) × ١٠٠

حقوق المساهمين

ط - معدل دوران رأس المال المستثمر في المشروع:

ويستخدم هذا المعدل في قياس مدى كفاءة عملية الاستثمار في المشروع، حيث تتم نسبة المبيعات إلى إجمالي رؤوس الأموال المستثمرة في المشروع، وسواء كانت

هـذه الأمـوال مقترضـة مـن خـارج المشـروع أو مـن مسـاهمات رؤوس الأمـوال أصـحاب المشروع.

ولما كانت هذه النسبة تقيس القوة الإيرادية للمشروع، ومدى ما يغله رأس المال المستثمر من خلال دورة التشغيل الإيرادية، أو إيراد المبيعات التي تحققت عن النشاط الجاري للشركة، فإنها من أحد أهم مؤشرات اتخاذ قرار الاستثمار، ويتم حسابها على النحو التالي:

= صافي المبيعات (إجمالي المبيعات – المرتجعات) × ١٠٠
(إجمالي الأصول – رأس المال المستثمر)

اختبارات ومؤشرات السيولة للشركة:

وهي اختبارات شديدة الأهمية يحتاج إليها متخذ قرار الاستثمار لتحديد مدى مناسبة الشركة التي يرغب في الاستثمار في أوراقها المالية، وفقاً لمدى ما تتمتع به هذه الشركة من سيولة، وبالتالي قدرتها على مواجهة أعباء سداد الالتزامات التي عليها والصمود أمام المتغيرات التي قد تحدث فجأة، وإن كان بالطبع يؤخذ في الاعتبار مدى السيولة وهل هي مناسبة أم تزيد عن الحاجة، في ضوء ما هو قائم من تعارض ما بين السيولة والربحية، حيث أن كلاهما متعارض مع الآخر ومناقض له تماماً، وأهم هذه الاختبارات هي:

نسبة التداول:

وتدل هذه النسبة على عدد المرات التي يمكن للأصول المتداولة أن تغطي الالتزامات العاجلة قصيرة الأجل التي ستستحق السداد على الشركة، ومن ثم تساعد على تحديد مدى قدرة الشركة على سداد ديونها قصيرة الأجل.

ويتم استخراج هذه النسبة من خلال قسمة الأصول المتداولة (وهي كل الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية خلال سنة مالية تالية) على الخصوم المتداولة (وهي كل الالتزامات التي ستستحق الدفع خلال نفس الفترة)..... على النحو التالي:

= $\frac{\text{الأصول الجارية (المتداولة)}}{\text{الخصوم الجارية (المتداولة)}}$ = مرة

وكلما زاد عدد المرات، كلما دل ذلك على سيولة الشركة وقدرتها على الاستمرار في سداد الالتزامات.

ب ـ نسبة السيولة السريعة:

قد تتساوى شركتان في نسبة التداول، مما يجعل متخذ القرار غير الخبير يواجه صعوبة في المفاضلة بينهما، أما الخبير فإنه ينظر إلى مكونات هذه النسبة ويقوم بتحليلها وفقاً لعناصرها وطبيعتها ومدى سهولة ويسر وسرعة تحولها إلى نقدية، ويستخدم في ذلك نسبة السيولة السريعة التي تهتم بمعالجة طبيعة هذه الأصول، من حيث دراسة مدى تغطية كل وحدة نقدية من مبلغ الخصوم المتداولة التي تمثل الالتزامات العاجلة بواسطة الأصول السريعة التداول الممثلة في النقدية وما في حكمها.

وتنحصر الأصول سريعة التداول في ثلاثة أنواع هي:

النقدية بالخزينة والبنوك.

الأوراق المالية من الأسهم الجيدة التي عليها طلب في البورصة.

أوراق القبض التي يمكن خصمها بشكل سريع أو المستحقة السداد على العملاء الجيدين.

ويلاحظ أن هذه الأصول تتمتع بقدر كبير من السيولة، وبالتالي تعد من الأصول الدفاعية التي تدافع عن الشركة عند مواجهتها لأي ظروف طارئة، فإذا ما كانت هناك مرحلة ركود في النشاط أو تعرض السوق لهزات عنيفة فإنه عادة ما يُكتفى بالنقدية في الخزينة ولدى البنوك، أما إذا كان السوق يمر بمرحلة رواج فإنه عادة ما يتم التوسع في مفهوم الأصول سريعة السيولة لتضم إجمالي الأصول المتداولة مطروحاً منها المخزون السلعي من الخامات ومستلزمات الإنتاج.

ويتم استخراج هذه النسبة على النحو التالي:

= الأصول سريعة التداول = مرة

الخصوم المتداولة

ج ـ معدل دوران رأس المال العامل:

ويستخدم هذا المعدل للدلالة على مدى قدرة المشروع على تصريف منتجاته ومدى تقبل السوق لهذه المنتجات، وبالتالي قدرة المشروع على توليد إيراد مناسب لسداد التزاماته وتكوين احتياطيات وتراكمات رأسمالية وأرباح مناسبة.

فكلما زاد معدل دوران رأس المال العامل كلما كان اعتماد المشروع على موارده الذاتية أفضل، وكلما كانت قدرته على مواجهة الأعباء المالية أكثر، والعكس صحيح.

ويتم قياس سرعة دوران رأس المال العامل على النحو التالي:

= صافي المبيعات (إيرادات النشاط الجاري) =....مرة

رأس المال العامل

د- حساب صافي رأس المال العامل:

يستخدم هذا المؤشر شديد الأهمية في تحديد مدى الطمأنينة والأمان القائم في شركة معينة، أو عدم وجود مثل هذا الأمان، فصافي رأس المال العامل يمثل الفرق ما بين الأصول المتداولة وما بين الخصوم المتداولة، ومن ثم فإنه يتعين دائماً أن يكون الفرق موجباً وأن يكون بالقدر المناسب الذي لا يقل عن احتياجات التشغيل والذي يمثل الحد الأدنى لرأس المال العامل المتعين تواجده باستمرار في الشركة.

ويتم حسابه على النحو التالي:

صافي رأس المال العامل = الأصول المتداولة – الخصوم المتداولة =.........

مؤشرات الربحية:

وهي من أهم المؤشرات المؤثرة على قرار الاستثمار في ورقة مالية معينة لشركة محددة خاصة لأن الربحية تؤثر تأثيراً مباشراً على كل من:

مدى جاذبية الورقة في السوق سواء لعمليات الشراء أو لسهولة بيعها وتصريفها.

مدى إمكانية التراكم الرأسمالي وزيادة قيمة الورقة ذاتياً واكتسابها قيماً جديدة.

ومن ناحية أخرى فإن مؤشرات الربحية تدل دلالة واضحة على القدرة الكسبية والإيرادية للشركة....... وتستخدم مؤشرات الربحية أيضاً في تكوين العديد من المؤشرات ذات الدلالة الواضحة التي تساعد على اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية والتي من بينها المؤشرات والنسب التالي:

أـ نسبة صافي الربح (بعد خصم الضرائب) إلى إجمالي الإيرادات:

وتعتمد هذه النسبة على قياس القدرة الإيرادية للمبيعات المحققة على توليد أرباح للشركة، أي قياس علاقة المبيعات بالأرباح المتولدة عن النشاط.

ويتم استخراج هذه النسبة بقسمة صافي الربح (بعد خصم الضرائب) على صافي المبيعات المحققة خلال الفترة، على النحو التالي:

$$= \frac{\text{صافي الربح (بعد خصم الضرائب)}}{\text{صافي المبيعات (بعد خصم المرتجعات)}} \times ١٠٠$$

ب ـ نسبة صافي الربح إلى صافي حقوق الملكية:

تستخدم هذه النسبة في إظهار العلاقة القائمة ما بين العائد ممثلاً في صافي الربح، وما بين حقوق المساهمين في الشركة متمثلة في صافي حقوق الملكية...... وهو مؤشر شديد الأهمية في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية ـ وبصفة خاصة في الأسهم ـ حيث تتم مقارنة هذا العائد مع عائد الفرص البديلة للاستثمار المتاحة في السوق وبالتالي يؤثر على:

- قرار المستثمر الذي يرغب في الدخول كمستثمر مالك لأسهم شركة معينة في وقت معين.
- سعر السهم في السوق ومدى الزيادة أو الانخفاض المتوقع مستقبلاً عند اقتراب تاريخ صرف العائد.

ويتم استخراج هذه النسبة من خلال قسمة صافي الربح بعد خصم الضرائب الدخيلة على حقوق حملة الأسهم، على النحو التالي:

= صافي الدخل بعد الضرائب × ١٠٠
حقوق الملكية

ج ـ نسبة الأرباح الموزعة إلى رأس المال المدفوع:

يحدث أحياناً أن المشروعات أو الشركات المستثمرة فيها الأموال لا تستدعى إجمالي القيمة الاسمية للسهم، بل تكتفي بجزء من هذه القيمة، وهو ما يحدث غالباً عندما تكون القدرة البيعية للمشروع مرتفعة، وتقوم الإيرادات المحققة بتغطية احتياجات المشروع من الأموال، ومن ثم تكتفي الشركات بذلك الجزء من رأس المال الذي دفعه المساهمون عند اكتتابهم لأول مرة في الأسهم المطروحة عند تأسيس الشركة.

ويرجع السبب الرئيسي في استخراج هذه النسبة إلى عاملين رئيسيين هما:

العامل الأول: تحديد العائد الأقرب للحقيقة كعائد على رأس المال المساهم في المشروع.

العامل الثاني: إثارة انتباه المستثمر الراغب في الاستثمار في أسهم هذه الشركة بأن عليه التزام مادي يتعين عليه سداده مستقبلاً إذا ما قررت الشركة ذلك واستدعت باقي قيمة الأسهم غير المدفوعة.

ويتم استخراج هذه النسبة من خلال قسمة الأرباح الموزعة على المساهمين على رأس المال المدفوع، على النحو التالي:

= الأرباح الموزعة × ١٠٠ =
رأس المال المدفوع

دـ نسبة صافي الدخل إلى رأس المال المدفوع:

وتستخدم هذه النسبة في قياس القدرة الإيرادية للشركة من حيث صافي الدخل الذي يولده النشاط من ناحية، ومن ناحية أخرى علاقة صافي الدخل برأس المال

المدفوع...... ويتم استخراج هذه النسبة من خلال قسمة صافي الدخل بعد خصم الضرائب، على رأس المال المدفوع على النحو التالي:

= صافي الدخل بعد الضرائب =

رأس المال المدفوع

هـ - العائد على رأس المال المستثمر:

وتعد هذه النسبة من أهم النسب المؤثرة على اتخاذ قرار الاستثمار بإجمالياته العامة، والتي تتعلق أساساً بحساب العلاقة ما بين صافي الدخل من جهة وما بين إجمالي الأموال المستثمرة في المشروع من جهة أخرى.

ويتم استخراج هذه النسبة بقسمة صافي الدخل بعد خصم الضرائب على إجمالي رأس المال المستثمر على النحو التالي:

= صافي الدخل بعد خصم الضرائب .

إجمالي الأموال المستثمرة

فالقوة الكسبية والإيرادية للمشروع يجب حسابها في إطار النظرة الكلية الشمولية لمفهوم رأس المال المستثمر، وبمعنى آخر النظرة إلى العائد على الاستثمار الكلي بصرف النظر عن مصادر تمويل هذا الاستثمار.

ثانياً: معايير قياس الأهمية النسبية للسهم في سوق التداول:

إذا ما تم التأكد من سلامة الاستثمار في شركة معينة، فإنه عادة ما يتم النظر إلى السهم الخاص بالشركة على أنه السهم المستثمر فيه ومعرفة وقياس مدى أهميته النسبية في سوق الأوراق المالية، وبصفة خاصة للتيقن أنه عند إعادة طرحه للبيع مرة أخرى سيكون هناك مشتر له، وبالتالي التيقن من جاذبية هذا السهم.

وهناك عدة مقاييس تستخدم لهذا الغرض..... أهمها ما يلي:

مؤشر نسبة عائد السهم:

وهي نسبة يتم حسابها لمعرفة مقدار الأرباح التي يحصل عليها السهم الواحد، ويتم بناء عليها تحديد قيمة السهم السوقية في السوق، فالعائد هنا لا يحسب القيمة

الاسمية، بل يحسب للقيمة السوقية أو بمعنى آخر للقيمة التي سيتحملها راغب تملك السهم في سبيل الحصول على هذا السهم.

ويتم حساب هذه النسبة من خلال قسمة نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة (صافي الكوبون) على سعر السهم في البورصة (إقفال اليوم السابق)، وإذا ما كان السهم يتعرض لتقلبات كبيرة فإنه يتم استخدام المتوسط المرجح (سعر × عدد الأسهم المتداولة) للسعر السوقي خلال العام.... على النحو التالي:

الحالة الأولى: حالة الاستقرار السعري للسهم = قيمة نصيب السهم من الربح / سعر إقفال البورصة للسهم .

الحالة الثانية: حالة عدم الاستقرار السعري للسهم =

قيمة نصيب السهم من الربح / المتوسط المرجح لسعر السهم في البورصة .

ويتم حساب نصيب السهم من الربح من خلال قسمة صافي الربح المعد للتوزيع على عدد الأسهم، على النحو التالي:

= مبلغ صافي الربح المعد للتوزيع / عدد الأسهم =........

مؤشر ربحية السهم الواحد بالليرة:

ويقيس هذا المؤشر الهام ربحية السهم الواحد، أو بمعنى آخر حصة السهم الواحد ونصيبه من الأرباح، ويتم التوسع في مفهوم الربح ليشمل جانبين أساسيين هما:

الربح الموزع جزئياً.

الربح المتراكم في الاحتياطيات وأرباح غير موزعة.

ويتم استخراج هذه النسبة من خلال قسمة إجمالي الربح (بعد خصم الضرائب) على عدد الأسهم المكتتب فيها على النحو التالي:

= إجمالي الربح – الضرائب .
عدد الأسهم المكتتب فيها

ويرجع التوسع في مفهوم ربحية السهم الواحد، وعدم قصرها فقط على الجزء الموزع على المساهمين إلى أن هناك مكسب حقيقي يحصل عليه المساهم عند تكوين احتياطيات تم استثمارها في أصول إضافية جديدة للشركة مما يدعم من قيمة الاستثمار فيها ومن قيمة السهم ذاته الذي تزداد قيمته الرأسمالية بالتبعية ويرفع سعره السوقي.

مؤشر مضاعف سعر السهم:

يعمل هذا المؤشر على حساب القيمة الحقيقية للسهم وسعرها الحقيقي الذي يتعين أن يسود في التداول، حيث يقوم بإيجاد العلاقة القائمة ما بين القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين، وما بين عائد أو ربح السهم الذي يحققه سنوياً.

ويقوم المضاربون والمستثمرون معاً بحساب هذا المؤشر للتأكد من مناسبة السعر السائد في السوق، والتيقن من أنه لم تحدث عملية مغالاة في قيمته السوقية أو عملية إنقاص لهذه القيمة.

ويتم حساب هذا المؤشر على النحو التالي:

= سعر الإقفال في نهاية يوم عمل السنة المالية =....... مرة
عائد السهم الواحد

ويعد هذا المؤشر ذو دلالة واضحة لمتخذ قرار التعامل على سهم معين، حيث أن ارتفاع هذا المؤشر بالنسبة لسهم معين لشركة معينة يدل على:

أن ثقة السوق في الشركة مرتفعة أن لها مستقبل جيد.

إذا ما فاقت الأسعار الأخرى لأسهم الشركات المماثلة والمنافسة قد يكون هذا دليلاً على أن هناك مغالاة في القيمة السوقية لهذا السهم.

وعادة ما ينظر إلى السهم الذي يفوق سعر إقفاله في البورصة في نهاية يوم العمل عن عائده ١٤ مرة على أنه سهم جيد ، لدى شركة جيدة لها مستقبل، والسوق ينظر إليها بتقدير، نظراً لثقة المستثمر في أداء هذه الشركة في المستقبل.

مؤشر مضاعف السعر السوقي إلى التوزيعات:

ويعمل هذا المؤشر على إيضاح العلاقة ما بين ما يدفعه مشتري السهم في سوق الأوراق المالية عند شرائه هذا السهم، وما بين العائد الذي سيحصل عليه متمثلاً في صافي الربح الموزع للسهم على شكل " كوبون ".

ويتم استخراج هذا المؤشر بقسمة سعر السهم في السوق (سعر الإقفال في نهاية يوم عمل في نهاية العام، أو إذا أردنا الحذر فنأخذ أقل سعر تم تسجيله خلال العام الماضي) يتم قسمته على نصيب السهم من الأرباح التي تم توزيعها على النحو التالي:

= سعر الإقفال للسهم في نهاية السنة / الربح النقدي الموزع للسهم =...... مرة

مؤشر نسبة الأرباح للسهم الواحد إلى إجمالي عائد السهم:

ويوضح هذا المؤشر العلاقة القائمة ما بين ربحية السهم الموزعة متمثلة في قيمة الكوبون الموزع وما بين إجمالي عائد السهم شاملاً كل من الربح الموزع، والربح المحتجز، والعائد الذي تم استثماره في الاحتياطيات، ويتم استخراج هذا المؤشر من خلال قسمة نصيب السهم من الأرباح الموزعة " الكوبون " على إجمالي عائد السهم، على النحو التالي:

= نصيب السهم في الربح الموزع / إجمالي عائد السهم × ١٠٠

وتساعد هذه النسبة على معرفة اتجاهات الشركة إلى التوسع والامتداد وتقوية مراكزها المالية، ويتم ذلك عن طريق زيادة الاحتياطيات من الأرباح المحتجزة، أو اتجاه الشركة إلى زيادة جاذبيتها السوقية عن طريق زيادة الأرباح الموزعة.

مؤشر القيمة الدفترية للسهم:

ويطلق على هذا المؤشر أيضاً القيمة المحاسبية للسهم **Book value per share** ويوضح هذا المؤشر نصيب السهم الواحد من إجمالي حقوق المساهمين في المشروع وفقاً لما تحدده الدفاتر في نهاية السنة المالية.

ويمثل إجمالي حقوق المساهمين في رأس المال والاحتياطيات والأرباح المحتجزة..... ويتم استخراج هذا المؤشر بقسمة صافي حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية على عدد الأسهم المكتتب فيها على النحو التالي:

= صافي حقوق المساهمين =

عدد الأسهم المكتتب فيها

مؤشر مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية:

وهو من أهم المؤشرات ذات العلاقة الرئيسية في قرار شراء أو بيع سهم معين لشركة معينة، حيث يوضح هذا المؤشر العلاقة ما بين سعر السهم في سوق الأوراق المالية، وما بين نصيب السهم الواحد من حقوق المساهمين معبراً عنه بقيمته الدفترية.

ويتم استخراج هذا المؤشر للوصول إلى دلالة رئيسية محورها مدى قدرة الشركة واحتياج السوق على توليد قيمة إضافية للسهم ممثلة في عدد المرات التي يفوق فيها سعر السهم بالسوق قيمته الدفترية في تاريخ معين.

ويستخرج هذا المؤشر على النحو التالي:

= سعر السهم في تاريخ معين بالسوق = ... عدد مرات

القيمة الدفترية للسهم في ذات التاريخ

مؤشر معدل الربحية أو الخسارة الرأسمالية للسهم:

وهو مؤشر شديد الأهمية بالنسبة لكل المضاربين والمستثمرين على حد سواء، وإن كان بالطبع يمثل أكثر أهمية للمضاربين الذين يضاربون على سعر السهم وما حققه هذا السعر من ارتفاع (مكسب رأسمالي) أو من انخفاض (خسارة رأسمالية).

فالسهم يطرأ على قيمته في الأسواق تغيير وفقاً لمستجدات ومتغيرات التعامل صعوداً وهبوطاً ويحقق من هذه التغيرات إما زيادة في قيمته ويطلق عليها مكسب رأسمالي **Capital Gains**. أو انخفاضاً ونقصاناً في قيمته ويطلق عليها خسارة رأسمالية **Capital Loos** ومن ثم يتم حساب هذا المؤشر على النحو التالي:

$$= \frac{\text{سعر الإقفال}}{\text{سعر الفتح}} \times ١٠٠$$

مؤشر تطور سعر السهم خلال فترة زمنية محددة:

يتعين دائماً عدم إهمال عنصر الوقت ومعامل الزمن في متابعة حركة وتطور واتجاه الأسعار الخاصة بسهم معين خلال فترة زمنية محددة (شهر، ثلاثة شهور، ستة شهور، سنة) وذلك للوقوف على حقيقة هذه الأسعار ومدى تأثرها بعوامل معينة وأهم هذه الأسعار ما يلي:

أعلى سعر للسهم **High price**.

أدنى سعر للسهم **Low price**.

سعر الفتح **Opening price**.

سعر الإقفال **Closing price**.

ويتم تطبيق سلسلة زمنية لتطور هذه الأسعار خلال الفترة الزمنية والاستفادة من الرسومات البيانية في إظهارها.

وبالتالي يتم أخذ متوسط الأسعار وفي الوقت نفسه حساب الاتجاه العام لهذا السعر بشكل يساعد على اتخاذ قرار الاستثمار بشكل سليم.

مؤشر معدل العائد الإجمالي للاستثمار:

ويعمل هذا المؤشر على توضيح إجمالي العائد الذي يحصل عليه المستثمر نظير استثمار أمواله في سهم معين لشركة معينة، ويشمل هذا العائد كل من قيمة الكوبون الموزع، بالإضافة إلى صافي فروق سعر السهم (ربح أو خسارة رأسمالية)، أي العائد الناشئ من فروق قيمة السهم في البورصة.

ويتم حساب هذا المعدل على النحو التالي:

$$= \frac{\text{(سعر الإقفال – سعر الفتح) + قيمة الكوبون}}{\text{سعر الفتح}} \times ١٠٠$$

ويتم حساب هذا المعدل للمستثمر المرتقب على ثلاث خطوات أساسية هي:

الخطوة الأولى: حساب العائد الذي يتحقق من فروق قيمة الأسعار وفقاً للفترة التي يراها المستثمر أو مستشاره المالي على النحو التالي:

$$= \frac{\text{سعر الإقفال في أي تاريخ قريب يراه المستثمر – سعر الفتح}}{\text{سعر الفتح}} \times ١٠٠$$

الخطوة الثانية: حساب عائد الكوبون إلى سعر الإقفال على النحو التالي:

$$= \frac{\text{نسبة الكوبون}}{\text{سعر الإقفال}} \times ١٠٠$$

الخطوة الثالثة: جمع ناتج الخطوة الأولى إلى ناتج الخطوة الثانية كالتالي:

ناتج الخطوة الأولى + ناتج الخطوة الثانية = معدل العائد الإجمالي.

ثالثاً: حساب معايير قياس نشاط السوق ومدى كفاءته:

السوق هو الوعاء الذي تصب فيه كافة المعاملات بيعاً وشراء، وكافة التصرفات استثماراً ومضاربة، وكلما كان السوق فعالاً ومتكامل للصروح السوقية كلما كان كفئاً لاستيعاب حركة المعاملات، وكلما كان مشبعاً لاحتياجات المتعاملين.

ولما كان سوق الأوراق المالية عالي الحساسية لدرجة كبيرة لكل من المتغيرات والمستجدات المختلفة سواء كانت:

سياسية.

اقتصادية.

اجتماعية.

ولما كانت العوامل الاقتصادية متعددة ومتنوعة وتشمل متغيرات الناتج القومي والدخل القومي ونصيب الفرد من كل منها، ومعدلات التضخم والسياسات النقدية بعناصرها (السياسية الائتمانية وسياسة أسعار الصرف، وسياسة إدارة الدين العام، والعائد على الاستثمار في الأصول) فإن المعاملات في هذه السوق تتأثر بها أيضاً.....

وتتأثر أيضاً أسعار الأسهم بالسياسات التجارية وبصفة خاصة المؤثرة على ميزان المدفوعات أي سياسات التجارة الخارجية المتعلقة بالاستيراد والتصدير، وحجم المعروض وما هو متاح من كمية وسائل الدفع والسيولة من كل من العملة المحلية والعملات الأجنبية واتصال ذلك كله بمستوى الأسواق الاقتصادية ومستوى النشاط للمجتمع.

هذا على المستوى القومي العام، أما على المستوى الخاص فإن حالة سوق الأوراق المالية تتأثر بقوى العرض والطلب الفعلي على الأوراق المالية المطروحة للتداول في البورصة..... ولما كانت قوى العرض والطلب تتأثر بعدة عوامل من أهمها:

عدد البائعين واتجاهاتهم البيعية.

عدد المشترين واتجاهاتهم الشرائية.

ويتأثر كل من البائعين والمشترين وبالتالي السوق أيضاً بالنواحي النفسية وحالات التفاؤل أو التشاؤم أو يتأثر كل منهم بالنواحي العاطفية والنفسية وبالإشاعات، فتتأثر أيضاً بذلك عروض كل منهم بالبيع أو بالشراء، وبالتالي يحدث ما يلي:

كلما زادت عروض الشراء ترتفع الأسعار.

كلما زادت عروض البيع تنخفض الأسعار.

وفي واقع الأمر فإن قرار البيع أو الشراء يخضع للعديد من العوامل الحاكمة والمتحكمة في سلوك كل من البائع والمشتري، وإن كان يجب التوضيح أن كليهما معاً وجها طرفي عملية المبادلة، وكلاهما معاً يتواجدان في نفس اللحظة وفي ذات الوقت ولكن في عكس الاتجاه..... ويقوم السماسرة بدور حيوي في هذا الخصوص

من خلال مندوبيهم الجوالين الذين يزورون المستثمرين ويقنعونهم بتصرف معين أو يرشدونهم لسلوك معين.......

ومن ثم يقوم المستثمرون بإجراء اختبارات قياس معدل النشاط الحالي في السوق، وحجم المتوقع مستقبلاً فيه من خلال معرفة الاتجاه السائد في تداول الأسهم والذي يصبح من المعايير شديدة الأهمية المؤثرة على التعامل في البورصة.

ويستخدم في ذلك عدة معايير رئيسية يوضحها لنا الشكل التالي:

شكل

معايير قياس نشاط البورصة وكفائتها التشغيلية

معايير قياس نشاط البورصة وكفاءتها التشغيلية

معدل دوران الأسهم

الأرباح قبل الضريبة لقيمة السهم السوقية

مضاعف سعر السهم

المؤشرات المكملة الأساسية

عدد أيام التعامل خلال المدة

إجمالى رؤوس أموال الشركات المقيدة

إجمالى حجم التعامل خلال المدة

القيمة السوقية للقيمة الإسمية

توزيع حجم التعامل علي القطاعات

متوسط الأوراق المتعامل عليها

عدد الشركات التى تم عليها التعامل

نوع المتعاملين : أفراد .. مؤسسات

الشركات المتعامل عليها إلى إجمالى الشركات

سعر الإقفال بالأسعار السابقة

إجمالى عدد الأسهم المقيدة

عدد عمليات ورقة معينة

أسباب إرتفاع أو إنخفاض ورقة

وفيما يلي عرض موجز لكل منها:

معدل دوران الأسهم:

وهو من أهم المؤشرات حيث يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات محددة من قبل، داخل قطاع معين للتعرف على نشاط هذا السهم أو تلك الأسهم في إطار أسهم المجموعة كلها في سوق التداول خلال فترة معينة.

ويتم استخراج هذا المعدل بقسمة عدد الأسهم المتداولة (أو القابلة للتداول) خلال العام أو خلال الفترة الزمنية المحددة، على عدد الأسهم المقيدة في البورصة على النحو التالي:

$$\frac{\text{عدد الأسهم المتداولة خلال العام}}{\text{إجمالي عدد الأسهم المسجلة بالبورصة}} \times ١٠٠$$

نسبة الدخل قبل الضريبة إلى القيمة السوقية للأسهم:

ويطلق على هذه النسبة نسبة ربحية رأس المال السوقي **Net Income before Taxes to Market of Shares** وتستخدم هذه النسبة في توضيح الدخل الذي يولده رأس المال السوقي (قيمة الأسهم في السوق) على مستوى الشركة من ناحية، وعلى مستوى كل من:

القطاع..... أي الشركات المماثلة لذات النشاط.

القطاعات الأخرى....... أي الأنشطة المنافسة الأخرى.

ومن ثم تتم مقارنة الدخل الذي يحققه السهم بالنسب التي تحققها الأسهم الأخرى للمشروعات المختلفة وبالتالي إظهار الأوضاع الحقيقية أمام المستثمرين لاتخاذ قراراتهم سواء:

بالبيع أو الشراء لهذا السهم.

الاستمرار في حيازة السهم.

ويتم استخراج هذه النسبة بقسمة صافي دخل الشركة قبل خصم الضرائب على الدخل وقسمته على القيمة السوقية للسهم السائدة في البورصة إقفال نهاية العام على النحو التالي:

$$\frac{\text{صافي الدخل قبل خصم الضرائب}}{\text{القيمة السوقية للأسهم القائمة}} \times ١٠٠$$

مؤشر مضاعف سعر السهم على مستوى القطاعات وعلى مستوى السوق:

وهو من أهم المؤشرات العامة التي تعطي دلالة واضحة للسوق، وهو يعطي قياساً للقيمة الحقيقية لأسهم القطاعات المختلفة في سوق التداول، وفي الوقت نفسه يمكن إعداده على مستوى السوق ككل في تاريخ معين.

ويتم استخراج هذا المؤشر على أساس المتوسط المرجح لمضاعف سعر السهم للشركات داخل صناعة واحدة أو قطاع معين بذاته...... ويتم ذلك على النحو التالي:

$$\frac{\text{إجمالي السعر السوقي لكافة الأسهم في صناعة محددة}}{\text{إجمالي العائد الذي تحققه هذه الأسهم}} \times ١٠٠ = \text{..... عدد مرات.}$$

أو على مستوى السوق على النحو التالي:

$$\frac{\text{إجمالي العائد لكافة الأسهم المسجلة في البورصة}}{\text{إجمالي العائد الذي تحققه هذه الأسهم}} \times ١٠٠ = \text{...... عدد مرات}$$

المؤشرات السوقية الأساسية الأخرى:

وهي حزمة متكاملة من المؤشرات والنسب التي يقوم متخذ قرار الاستثمار بالتعويل عليها لقياس مدى كفاءة السوق ومدى تكامل صروحه السوقية وقدرته على استيعاب متغيرات ومستجدات التعامل، وفي الوقت ذاته إظهار آثار هذه المتغيرات ونتائجها على عمليات التداول والتعامل.

وتشتمل هذه المؤشرات على ما يلي:

أ- مؤشر مدى التعامل:

ويقيس هذا المؤشر عدد أيام التعامل خلال مدة معينة وفقاً لاحتياجات متخذ القرار ومعرفة مدى كفاءة وانتظام أعمال البورصة..... (أي لمدة أسبوع، شهر، سنة).

بـ إجمالي حجم التعامل:

وهذا المؤشر يتعلق أساساً بقياس حجم المعاملات التي تمت على الأوراق المالية المتداولة أو القابلة للتداول، خلال فترة زمنية معينة..... شاملة كل من:

المعاملات داخل المقصورة.

المعاملات التي تمت خارج المقصورة.

جـ مؤشرات توزيع حجم التعامل على مستوى القطاعات:

وهذا المؤشر يهتم بصفة أساسية بإظهار المعاملات التي تمت للأوراق المالية لصناعة معينة أو لقطاع معين من الأنشطة التي طرحت شركاتها أسهم مقيدة في البورصة.

دـ مؤشر المتوسط اليومي لحجم التعامل داخل وخارج المقصورة:

ويستخدم هذا المؤشر بصفة رئيسية في إظهار مدى قوة السوق وقدرته الاستيعابية على استيعاب العمليات المختلفة حيث يتم حسابه على النحو التالي:

$$= \frac{\text{حجم التعامل داخل وخارج المقصورة خلال فترة معينة}}{\text{عدد أيام التعامل خلال الفترة}}$$

هـ نسبة عدد الشركات التي يتم التعامل على أوراقها خلال المدة إلى مجموع الشركات المقيدة:

وتظهر هذه النسبة مقدار حجم الأوراق المالية النشطة إلى إجمالي الأوراق المقيدة بالبورصة، حيث أن كثير من الأوراق تظل خاملة ساكنة لا يجري عليها أي تعامل أو تداول، وبالتالي فإن قيمتها المسجلة بها تصبح ـ موضع شك.

وـ تطور نمو إجمالي عدد الأسهم المقيدة سواء اكتتاب عام أو اكتتاب مغلق:

ويساعد هذا المؤشر على توضيح حجم السوق، ومقدار ومعدل نموه...... ومن ثم معرفة إمكانيات تطوره، وفي الوقت ذاته تحديد اتجاهات هذا النمو....... ويتم استخراج هذا المؤشر على النحو التالي:

عدد الأسهم في نهاية العام × ١٠٠ =
عدد الأسهم في بداية العام

ز- تطور إجمالي رؤوس أموال الشركات المقيدة:

ويخدم هذا المؤشر جانبين أساسيين هما:

الجانب الأول: المستثمر المحلي الذي يرغب في التعرف على تطور أحجام رؤوس الأموال للشركات المقيدة في البورصة ومدى تناسب معدلات نموها مع نمو كل من ازدياد الأسعار وكذا مع اتساع أحجام المشروعات.

الجانب الثاني: المستثمر الأجنبي الذي يرغب في الدخول إلى سوق الاستثمار من حيث مدى إمكانية مساهمته أو مشاركته في مشروع ضخم الحجم وقدرة البورصة على استيعابه.

ويتم حسابه على النحو التالي:

إجمالي رؤوس الأموال في نهاية الفترة + إجمالي رؤوس الأموال في بداية الفترة
عدد الشركات عدد الشركات

حـ- مقارنة القيمة السوقية للأوراق التي تم التعامل عليها خلال فترة معينة بالقيمة الاسمية لنفس الأوراق:

ويستخدم هذا المؤشر للوصول إلى دلالة واضحة عن التطور الذي اكتسبته القيم السوقية للأوراق المالية المتداولة ومقدار الثقة في كل من:

السوق ذاتها واستقرارها وكفاءتها.

الشركات التي أصدرت هذه الأوراق.

ويتم حساب هذا المؤشر على النحو التالي:

القيمة السوقية للأوراق التي تم التعامل عليها خلال العام =
القيمة السوقية لهذه الأوراق

ط ـ مؤشر المتوسط اليومي لكمية الأوراق التي تم التعامل عليها وعدد العمليات التي تمت على كل ورقة مالية:

وهو في واقع الأمر مؤشران اثنان، وليس مؤشراً واحداً، حيث يتم حسابهما على النحو التالي:

مؤشر المتوسط اليومي لكمية الأوراق = عدد الأوراق التي تم التعامل عليها / عدد أيام التعامل

متوسط عدد العمليات = عدد العمليات التي تمت / عدد الأوراق المتعامل عليها .

ي ـ تحليل حجم معاملات البنوك والعملاء الآخرين:

حيث يهتم هذا المؤشر بقياس اتجاهات المتعاملين في البورصة سواء كانت مؤسسات لديها الخبرة والمعرفة والدراية وتملك من الإمكانيات البشرية والمادية ما يؤهلها لقيادة السوق مثل: البنوك والمصارف وشركات التأمين وصناديق الاستثمار أو من جانب الأفراد العاديين ويتم حسابها على النحو التالي:

حجم معاملات البنوك / إجمالي حجم المعاملات × ١٠٠ =

أو

حجم معاملات الأفراد / إجمالي حجم المعاملات × ١٠٠

ك ـ مقارنة سعر إقفال الشهر لكل ورقة مالية بسعر إقفال ذات الورقة الشهر الماضي: وهي مقارنة تساعد على رصد وتحديد الاتجاه الذي يطرأ على حركة وسعر الورقة.

ويتم حسابها على النحو التالي:

سعر إقفال الشهر للورقة المالية / سعر إقفال الشهر الماضي لذات الورقة =

ل ـ تحليل الأوراق المالية التي ارتفع سعرها في السوق خلال العام، وتلك التي انخفض سعرها خلال العام، والأخرى التي لم يطرأ على سعرها أي تغيير:

ويهدف هذا التحليل للبحث عن عدة عوامل هي:

العوامل التي أدت إلى تغيير الأسعار سواء بالزيادة أو النقصان.

العوامل التي ساعدت على إحداث التغيير في الأسعار والظروف البيئية والأحوال التي أحاطت ذلك.

أما بالنسبة للأوراق التي ثبت سعرها ولم تتغير خلال هذه الفترة الزمنية فيتم العرض لأسباب ذلك أي للعوامل التي أدت إلى تثبيت وتجميد هذا السعر.

إن هذه التحاليل أمر شديد الأهمية بالنسبة لكل من المستثمر والمضارب في الأوراق المالية على حد سواء، ومن ثم فإن العمل على توفير البيانات والمعلومات، ومتابعة انعكاساتها وتطوراتها في السوق يساعد على حسن ترشيد القرار وعلى فاعليته.

تحليل قائمة التدفقات النقدية :

ويكشف تحليل قائمة التدفقات النقدية عن بعض الجوانب التي لا يوضحها تحليل قائمة المركز المالي والدخل مثل توقيت التدفقات النقدية، تأثير العمليات على السيولة، جودة الربحية، التدفقات النقدية المستقبلية، مخاطر الاستثمار ولذلك يكون من الضروري تحليل المعلومات المقدمة في قائمة التدفقات النقدية.

نسب التدفقات النقدية :

نسبة الاعتماد المالي على التشغيل:

تحسب هذه النسبة بقسمة صافي الدخل على التدفقات النقدية من التشغيل، وتستخدم هذه النسبة لتوضيح نصيب التدفقات النقدية التشغيلية من صافي الدخل، وتعتبر طرق الإهلاك وإدارة الأصول المتداولة والخصوم المتداولة من العوامل الأساسية المتعلقة بهذه النسبة لأنها تمثل التعديلات الأساسية التي تجري على صافي الدخل للتوصل إلى حساب التدفقات النقدية من التشغيل.

نسبة الاعتماد المالي إلى التشغيل = صافي الدخل .

التدفقات النقدية من التشغيل

نسبة الاستثمار:

وتحسب عن طريق قسمة النفقات الرأسمالية على الإهلاك + مبيعات الأصول، وتوضح نسبة الاستثمار مستوى العلاقة بين الاستثمار في أصول رأسمالية، وما إذا كانت أصول الشركة الإنتاجية تتوسع أو تنكمش، وتوفر هذه النسبة رؤية واضحة بخصوص خطط الإدارة المستقبلية وتحليلها للاقتصاد القومي.

نسبة الاستثمار = النفقات الرأسمالية .

الاهتلاك + مبيعات الأصول

نسبة كفاية التدفقات النقدية:

وتحسب هذه النسبة كما يلي:

= التدفقات النقدية من التشغيل .

النفقات الرأسمالية طويلة الأجل + التوزيعات + مدفوعات الديون طويلة الأجل

وتوضح هذه النسبة ما إذا كانت أعمال المنشأة توفر نقدية كافية من التشغيل لمواجهة النفقات اللازمة لهيكل رأس المال الحالي وتوسعات الأصول المستقبلية.

وبصفة عامة كلما اقتربت هذه النسبة من الصفر، كلما زاد اعتماد الشركة على الدائنين والملاك في طلب المزيد من التمويل الإضافي لتنفيذ برامج التوسع في الأصول الثابتة والعكس صحيح، وبسبب اتجاه المصروفات الرأسمالية للاختلاف من عام لآخر، فإن النسبة التي تقل عن الواحد لا تسبب انزعاجاً إلا إذا استمرت على هذا الانخفاض لأكثر من فترة محاسبية.

نسب مصادر النقدية:

تقوم هذه النسبة على قسمة كل مصدر من المصادر النقدية إلى إجمالي المصادر وتوضح درجة اعتماد الشركة على المصادر المختلفة للنقدية سواء بالاقتراض الخارجي أو بطرق أخرى.

نسبة التوزيعات المدفوعة:

تدخل توزيعات الأرباح ضمن الاهتمامات الرئيسية لمساهمي الشركة، لذلك فإن مقدار توزيعات الأرباح النقدية المدفوعة مقسوماً على التدفقات النقدية المتوفرة من التشغيل، تمثل مؤشراً هاماً لملاك الشركة، لذلك تعد نسبة التدفقات النقدية المدفوعة لحملة الأسهم مؤشراً لسياسة توزيعات الأرباح التي تتبعها إدارة الشركة، وكذلك مدى جاذبية العائد المتاح للاستثمار في الشركة.

نسبة التوزيعات المدفوعة = مقدار توزيعات الأرباح النقدية المدفوعة .

التدفقات النقدية المتوفرة من التشغيل

عدد سنوات السداد:

تقاس هذه النسبة كما يلي:

عدد سنوات السداد = إجمالي الديون الثابتة .

التدفقات النقدية من التشغيل

توضح هذه النسبة عدد السنوات التي يستغرقها سداد الديون كلها وذلك باستخدام كل التدفقات النقدية المتولدة ذاتياً، والأساس المنطقي لذلك هو أن الديون المستحقة هي التي يكون لها الأولوية بالنسبة لكافة النقدية المتاحة، وعادة ما تكون هذه النسبة في حدود (٣ – ٥) سنوات وعندما تتراوح سنوات السداد بين ٨-١٠ سنوات فإن ذلك يستخدم للدلالة على أن عبء السداد سيكون ثقيلاً، كما أن المستويات المرتفعة للتدفقات النقدية المتولدة ذاتياً تعني سنوات سداد قليلة، وموقف أو وضع ائتماني جيد.

ويمكن القول أن التخصيص الفعلي لكل التدفقات النقدية الداخلة لخفض قيمة الديون لعدة سنوات يعوق النمو المستقبلي لأعمال المنشأة وتكون أقرب للتصفية.

لذلك فإن النسبة المرتفعة للتدفقات النقدية الداخلية مقابل الديون تعطي للشركة مرونة كبيرة في تمويل أعمالها داخلياً أو خارجياً، وكذلك فإنها تمثل مؤشر جيد للائتمان.

نسبة التدفقات النقدية من التشغيل إلى الخصوم المتداولة:

تحسب هذه النسبة كما يلي:

= النقدية المتوفرة من التشغيل .

متوسط الخصوم المتداولة

وتشير بعض الدراسات التطبيقية إلى أن المنشآت المزدهرة تحقق نسبة قدرها ٤٠٪ أو أكثر، وهذه النسبة قد تلقي الضوء على أسباب التغيرات في نسبة التداول والتي يجب أن تفسر بحذر، فعندما تتجاوز نسبة التداول واحد صحيح، فإن الزيادات (أو التخفيضات) المتساوية في كل من الأصول المتداولة، والخصوم المتداولة تؤدي إلى انخفاض (أو تحسن) نسبة التداول ولكنها لا تعكس بالضرورة هبوطاً (أو تحسناً) في المرونة المالية للشركة.

التدفق النقدي الحر **Free Cash Flow**:

غالباً ما يطلق لفظ التدفق النقدي الحر على الفرق بين التدفقات النقدية من التشغيل والتدفقات النقدية المستخدمة في الاستثمارات، وقد يكون مؤشراً مفيداً لقدرة المنشأة على توليد النقدية، ومع ذلك فإن المحلل يجب أن يقارن نتائج هذا الأسلوب بالتوقعات المسبقة القائمة على هذا النوع من العمليات.

فعلى سبيل المثال فإن الشركة التي تواجه نمواً سريعاً قد يكون لديها تدفق نقدي من التشغيل ضئيل أو معدوم والتدفق النقدي الحر قد يكون بالسالب وفي هذه الحالة يهتم المحلل بشكل رئيسي بكيفية تمويل هذا العجز النقدي، ويتعين في هذه الحالة إيجاد توازن بين الديون وحقوق الملكية، ومن ناحية أخرى فإن التدفقات النقدية المتولدة من التشغيل يجب أن تزيد كثيراً عن رأس المال المطلوب للأغراض الاستثمارية، وفي هذه الحالة فإن ما يشغل بال المحلل المالي هو كيفية استخدام التدفق النقدي الزائد، كذلك إذا لم يتطابق التدفق النقدي الحر مع التدفقات المسبقة فإن ذلك يكون أيضاً سبباً للاهتمام.

الفصل الحادي والعشرون

التحليل الفني

المبحث الأول

فلسفة التحليل الفني

"إذا أعطيتني سمكة.فقد أطعمتني يوماً واحداً،

إذا علمتني صيد السمك، فقد أطعمتني مدى الحياة"

مثل صيني

ترجع بدايات التحليل الفني في العالم الغربي إلى نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، وقد تبلورت مبادؤه الأساسية بمتابعة أسعار الأسهم في البورصات الأمريكية.ومنذ ذلك الحين، تم تطبيق مبادئه المختلفة بنجاح ملحوظ على أي سوق حرة أخرى تضم جمهوراً كبيراً من المشتركين، مثل سوق صرف العملات الأجنبية الحرة الرئيسية، وأسواق السلع المستقبلية، والبترول، والمعادن النفسية كالذهب والفضة. وغير النفسية بأنواعها المختلفة كالنحاس والألمنيوم وغيرها ويرتكز التحليل الفني على أساس رياضي وإحصائي صلب، فهو تحليل للأرقام يعتمد على عدد محدود من المعلومات الخاصة بكل سوق والمعلنة للكافة، أهمها: أعلى وأدنى سعر، سعر الفتح والإقفال وحجم التداول. وهو بذلك يعين المتابع والمراقب لأي سوق مالية نشطة في بناء التوقعات لحركة الأسعار المستقبلية، ورسم السياسيات الخاصة بالمضاربة والاستثمار دون أن يكون لديه بالضرورة أي خلفية معلوماتية أو معرفة

بالأساسيات الخاصة بالسهم أو السلعة موضوع التداول، وذلك تأسيساً على أن الأسعار ذاتها لها حياة خاصة مستقلة بنفسها.

مفهوم التحليل الفني Technical Analysis:

يقوم التحليل الفني على إمكانية تتبع حركة أسعار الأوراق المالية التاريخية صعوداً ونزولاً، من أجل تحديد أنماط واتجاهات معروفة، ويمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأوراق المالية، لأن مثل هذه الحركة تساعد في إمكانية التنبؤ بحركتها في المستقبل.

وبذلك فإن هذا التحليل يعد الماضي ومؤشراته صالح للتنبؤ في المستقبل، وهذا يعني أن التحليل الفني يقوم على أساس أن السوق ليس كفء وأن أسعار الأوراق المالية لا تسير باتجاهها وفقاً لما يطلق عليه بالحركة العشوائية التي تعد المعيار اللازم لكفاءة السوق.

إذاً فالتحليل الفني **Technical Analysis** يهدف إلى تحليل أفضل الأوقات للدخول إلى السوق والشراء حيث أن التوقيت السليم لقرار المستثمر في الشراء سوف يضعه في موقف أفضل للحصول على العوائد الرأسمالية من عملياته وغالباً فإن التوقيت (**Timing Factor**) يكون هو الفارق بين المستثمر الناجح والمستثمر غير الناجح.

الهدف من التحليل الفني:

يهدف التحليل الفني إلى دراسة متغيرات السوق في الماضي، والدراسة لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم.

عوامل قوة المركز الفني:

لا تنشأ قوة المركز الفني للسوق من فراغ، وإنما تحكمها مجموعة من الأسس والعوامل تعد أساساً لقوة هذه السوق، بحيث تتاح أمام المستثمرين فيها الكثير من الأدوات الاستثمارية التي تحكم التعامل معها.

وأهم هذه العوامل التي تعطي قوتها للمركز الفني للسوق هي:

التوسع في عمليات البيع على المكشوف **Short Selling** الذي يقود إلى الشراء عاجلاً أو آجلاً.

بعد الانخفاض الذي يحقق أرباحاً للبائعين على المكشوف يكون السوق عادة في مركز فني قوي **لعدة أسباب أهمها** أن الانخفاض يكون قد أدى إلى التخلص من عدد كبير من المشتركين على حساب أصحاب التأمينات الضعيفة **Margin** ومن ثم فلا خطر من وجود تصنيفات إجبارية جديدة، وهذا ما يحدث عادة في العديد من الأسواق المالية في يوم افتتاحه بداية أسبوع التعامل حيث أن المضاربين يكونون قد غطوا مراكزهم يوم الإغلاق في الأسبوع الذي يسبقه.

بعد فترة تجميع الأسهم (الورقة المالية) نظراً لأنها قد انتقلت من أيدي ضعيفة إلى أيدي قوية أي من جمهور المستثمرين إلى كبار المتعاملين، فإن الخطوة التالية هي ارتفاع السعر.

إن عمليات التحكم في السوق لرفع سعر سهم معين، تؤدي إلى خلق مركز قوي لسوق هذا السهم (الورقة المالية).

ومقابل هذه العوامل التي تنشئ قوة في المركز الفني للسوق **فإن هناك جملة عوامل أخرى يؤدي حدوثها إلى ضعف المركز الفني للسوق منها:**

بعد التوسع الزائد عن الحد في عمليات شراء الأسهم (الأوراق المالية) يتوقع رد فعل في أية لحظة في المستقبل القريب.

بعد ارتفاع سعر سهم إحدى منشآت الأعمال لفترة من الزمن، نجد عدداً كبيراً من أوامر إيقاف الخسائر **Stop Loss orders** قد وضعت بأسعار أقل من السعر السوقي لحماية المتعاملين من خطر الانخفاض المفاجئ في السعر، وإذا انخفض السعر قليلاً تحولت هذه الأوامر إلى أوامر سوق وبالتالي يعتبر السوق في مركز ضعيف إذا كانت أوامر وقف الخسائر قريبة التنفيذ. كما أن عمليات التلاعب التي يقوم بها المضاربون بالنزول تؤدي إلى رد فعل يسبب انخفاض أسعار الأسهم مما يؤدي بدوره إلى مركز ضعيف للسوق

وتقوم نظرية التحليل الفني على أربعة أعمدة رئيسية هي أن[١]:

١)ـ القيمة السوقية تتحدد نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب.

٢)ـ العوامل التي تؤثر على قوى العرض والطلب متعددة، منها العقلاني ومنها غير العقلاني.

٣)ـ الأسعار تتحرك في اتجاهات ومسارات معينة، وهي تميل إلى الاستمرار في نفس اتجاهها وعدم تغييره.

٤)ـ التغيرات التي تطرأ على موازين قوى العرض والطلب هي نفسها التي تغير من اتجاه الأسعار.

فالتحليل الفني يرشدنا للتميز بين أنواع وقيم الأسعار المختلفة، ومعرفة دلالة كل سعر من المنظور التحليلي والتنبؤي. هذه القيمة تجعلنا نفرق بين الفرصة واللافرصة. فالفرصة بالطبع لا تتوافر في كل وقت، فهي تعّرف لغوياً بأنها: الشيء المرغوب فيه يسنح ويتسابق إليه الناس. ويقال: انتهز فلان الفرصة:اغتنمها وفاز بها.ويعد التحليل الفني وسيلة المضارب والمستثمر لترصد الفرص التي لن تنضب أبداً ما دامت وجدت أسواق.المهم هو التحلي بالصبر انتظاراً للفرص الجيدة.

مزايا التحليل الفني[٢]:

- سهولة ممارسته وذلك يتضح من خلال عدم الاعتماد بشكل أساسي على القوائم المالية واكتفائه فقط بمعرفة الاتجاه العام للأسعار دون الخوض في الأسباب كما هو الحال في التحليل الأساسي.
- عدم قناعة المحلل الفني بضرورة الاحتفاظ بالأسهم لفترات طويلة فهو ينصح بالبيع عند أعلى نقطة وبالشراء عند أدنى نقطة على منحنى التقلبات السعرية التي ترسمها حركة الاتجاه العام للأسعار وتحركات المستثمرين.

١- عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الخامسة، ٢٠٠٦، ص٣٥.

٢- د. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره،ص٦٨.

التحليل الفني مقابل التحليل الأساسي

"الاقتصادي خبير سيعلم غداً لماذا لم يحدث اليوم ما تنبأ به بالأمس"

لورانس بيتر

على المدى الطويل، تتحرك الأسعار في السوق، إلى أعلى أو إلى أدنى نتيجة لتفاعل العديد من العوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية. أما في المدى القصير، فقرارات التداول تبنى على اختيارات نفسية بالدرجة الأولى، حيث إن حركة الأسعار تحكمها تطلعات وتوقعات المستثمرين وأطماع المضاربين وعواطف وآمال ومخاوف كافة المتعاملين بالأسواق.

وبينما يدرس الاقتصاديون والمعنيون بالتحليل الأساسي **fundamental analysis** أسباب حركة الأسعار، ويبحثون على الدوام عن السبب وراء تحرك الأسعار في اتجاه معين. نجد أن المحللين الفنيين لا يعتبرون سبب الحركة ذا أهمية كبرى، فاهتمامهم ينصب أساساً على مقدار حركة الأسعار ومداها، بالإضافة إلى المدة التي استغرقتها وكذلك حجم التداول، واهم من ذلك كله أثر الحركة على وضع السوق عامة. ويركز المحلل الفني على معرفة اتجاه الأسعار ودراسة الأنماط السلوكية بأشكالها المختلفة وظواهرها التي غالباً ما تتكرر، فذلك ما يعينه على التنبؤ الصحيح بحركة الأسعار مستقبلاً.

فالسؤال الذي يطرحه دائماً كل من يهتم بالتحليل الأساسي للأسواق هو:لماذا تحرك السعر في اتجاه معين؟ بينما يطرح المحللون الفنيون أسئلة مختلفة تماماً وهي: ماذا بعد؟ إلى أين؟ إلى متى؟

ويعير التحليل الفني أهمية كبيرة جداً لتوقيت الشراء والبيع، فلا شك أن التوقيت **market timing** هو أحد أهم عناصر العملية الاستثمارية، إن لم يكن أهمها على الإطلاق. متى تشتري؟ متى تبيع؟ متى تدخل السوق؟ متى تخرج منه؟ كلها أسئلة بالغة الأهمية في العملية الاستثمارية لا توجد لها إجابات في التحليل الأساسي للأسواق.

ويهتم المحلل الأساسي والفني، كل بطريقته الخاصة، بدراسة قوى العرض والطلب بالأسواق.فالمحلل الأساسي لشركة أو مؤسسة ما يصب كل اهتمامه على دراسة القوائم المالية (الميزانية، قائمة الدخل...إلخ) ويقوم بمقارنة نتائج الأعمال المالية بالفترات السابقة، ويحلل توجهات الإدارة وسياساتها المختلفة في ظل متغيرات السوق المؤثرة على نشاط الشركة، وكذلك توقعات نتائج الأعمال في المستقبل القريب والبعيد، بغرض حساب ما يعتقد أنه السعر العادل للسهم.

أما المحلل الفني فإنه ينظر إلى شيء مختلف تماماً، فكل ما يعنيه هو حركة الأسعار بالسوق على أساس أن السعر يعكس كل الأنباء والمعلومات المعلنة وغير المعلنة.وكذلك توقعات جميع المتعاملين به. وهو ما يعرف بأن السوق يقوم بخصم كل المؤثرات ليبلورها ويعكسها في سعر التداول **market action discounts everything**. فارتفاع الأسعار. بالنسبة للمحلل الفني، يعني زيادة الطلب على العرض (أي أن الأساسيات موجبة وتصاعدية).أما انخفاض الأسعار عنده فمعناه: زيادة على الطلب (أي أن الأساسيات سالبة ونزولية).

ويوجه المحللون الفنيون إلى طريقة التحليل الأساسي مجموعة من الانتقادات أهمها:

إنه يستحيل الإلمام ومعرفة كل شيء يخص نشاط الشركة أو السلعة موضوع التداول. فهناك كم ضخم جداً من المعلومات الأساسية يستحيل الإلمام بها جميعاً وتحليلها بسرعة وبدقة.

إن المعلومات نفسها دائمة التغير، ولا يمكن لأحد، مهما علا شأنه، معرفة كل خبايا السوق.

إن البيانات والمعلومات المتوافرة غالباً ما تكون غير متكاملة وبعضها غير متكامل ويعضها غير دقيق، وكثيراً ما يتم مراجعتها وتعديلها بعد حين.

إن البيانات والمعلومات تأتي، في معظم الأحيان، متأخرة نسبياً مما يفقدها أهميتها في تحديد القيمة السوقية.

إن المحلل الأساسي حتى لو استطاع الحصول على تلك المعلومات والإلمام بها جميعاً ثم تحليلها بسرعة ودقة :فإنه من العسير استغلالها في توقيت مناسب يتلاءم مع التحركات السريعة لأسعار السوق.

إن المعلومات المتاحة تخضع، في التحليل النهائي للأشياء، لتقييم يبدو علمياً ولكنه يتشكل بميول وظلال الأهميات النسبية للمحلل الأساسي.

ومقابل ذلك يشكك كثير من المحللين الأساسيين في فاعلية التحليل الفني وفي أهميته في بناء استراتيجيات الاستثمار وفي اتخاذه كأساس لقرارات الشراء والبيع.

أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني:

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشأة	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها).
الهدف	تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض.	دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.
الافتراضات	١ـ أن سوق رأس المال كفء على الأقل في شكله الضعيف. ٢ـ يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.	١ـ تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب. ٢ـ العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقي والبعض الآخر غير منطقي. ٣ـ أن السوق أفضل متنبئ لنفسه. ٤ـ أن التحرك من سعر توازن إلى آخر يستغرق بعض الوقت. ٥ـ أن سوق رأس المال غير كفء

مصادر البيانات الخاضعة للتحليل	١ــ عوامــل اقتصــادية عامــة مثــل: الناتـج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية ٢ـ عوامـل متعلقـة بالصـناعة مثـل: دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافســة، الجوانــب الاقتصــادية والتكنولوجية. ٣ــ عوامــل متعلقــة بالمنشــأة مثــل: القــوائم الماليــة وتقــارير مجلــس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات	عوامل السوق نفسه مثل: ـ أسعار الأوراق المالية. ـ حجم التداول. ـ عدد الصفقات وحجمها. ـ سلوك المستثمرين. ـ عمليات البيع على المكشوف. ـ التوقيت الزمني. ـ اتساع السوق
أدوات التحليل الرئيسية	١ـ المؤشرات الاقتصادية العامة ٢ـ دورة حياة الصناعة. ٣ـ دورة حياة المنتج. ٤ـ التنبؤ بحالات النمو. ٥ـ تحليل ظروف المنافسة ٦ـ تحليل التطورات التكنولوجية. ٧ـ القوائم المالية المقارنة. ٨ـ تحليل السلاسل الزمنية ٩ـ التحليل الرأسي للقوائم المالية ١٠ـ تحليل النسب. ١١ـ التحليلات الخاصة.	١ــــ مؤشــــرات ميــــول المســــتثمرين (نفسية). ٢ـ مؤشرات تتبع تدفقات الأموال. ٣ـ مؤشرات هيكل السوق.
حدود استخدامها	١ــ تحتــاج إلى جهــد وتكلفــة أكــبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني. ٢ـ توجد بعض التحفظات التي تحد مــن منفعــة القــوائم الماليــة الــتي تعدها الشركة.	١ـ وفـرة عـدد المحللـين الفنـيين يحـد من منفعة هذا الأسلوب. ٢ـ يحتاج الأمـر في بعض الحـالات إلى اسـتخدام أكثـر مـن قاعـدة فنيـة للتأكد من سلامة التنبؤ. ٣ــ تحتـاج القواعـد الفنيـة باسـتمرار إلى تطوير لتناسـب الظـروف البيئيـة المتغيرة.

تعريف التحليل الفني

"المضارب الناجح شخص يستشرف المستقبل،ويتصرف قبل حدوثه"

برنارد باروخ

لا بد أن نعّرف التحليل الفني. وأعتقد أنه لا يوجد أفضل من إلقاء الضوء على ثلاثة تعريفات جاءت في ثلاثة كتب تعد من أهم مراجع التحليل الفني.

التعريف الأول (إدوارد وماجي)[1]:

" دراسة حركة السوق، وليس السلع أو البضائع المتداولة به. والتحليل الفني هو علم رصد وتسجيل جميع المعلومات الخاصة بالتداول (السعر، حجم التداول، تاريخ التداول.........إلخ) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم في شكل رسم بياني عادة، ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل من الصورة التاريخية المرسومة"

التعريف الثاني(جون مرفي)[2]:

"التحليل الفني هو دراسة حركة السوق من الرسومات البيانية بغرض التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلاً".

التعريف الثالث(مارتن)[3]:

تتحرك سوق الأوراق المالية في اتجاهات معينة، تتحدد وفق تغير مدارك ومواقف المستثمرين لمجموعة من الاعتبارات الاقتصادية والمالية والسياسية والسيكولوجية. والتحليل الفني ما هو إلا فن التعرف على التغيرات التي تطرأ على اتجاهات الأسعار في مرحلة مبكرة من الوقت، وذلك بهدف الاحتفاظ بوضع استثماري يتوافق مع الاتجاهات السارية حتى يتحول مسار الأسعار في اتجاه آخر".

---

[1] **Edwards Robert D.& John Magee. Technical Analysis of Stock Trends. Boston، MA: John Magee. Inc.، 1981.**

[2]- **Murphy، John J. Technical Analysis of the Futures Market. New York، N.Y: New York Institute of Finance. Prentice- Hall. 1986.**

[3]- **Murphy، John J. Technical Analysis of the Futures Market. New York، N.Y: New York Institute of Finance. Prentice- Hall. 1986.**

والكلمات المفتاحية المرشدة في التعاريف المختلفة هي: علم، فن، رسوم بيانية، حركة السوق، اتجاهات الأسعار، انعكاس الاتجاه، وحجم التداول.

كما يعد التحليل الفني أحد أنواع الفنون، فقراءة الرسوم والأشكال البيانية تتطلب حاسة خاصة وموهبة يجب صقلها بالدراسة والممارسة وتمرين العين على التعرف بسرعة على الاتجاهات والأشكال النمطية المختلفة بسهولة ويسر.

فالتحليل الفني هو من ناحية علم ومن ناحية أخرى فن، إذ إن الحدس والحكم الجيد للمحلل الفني يلعبان غالباً دوراً حاسماً في صحة التوقعات وفي القدرة على رسم استراتيجيات التداول الناجحة على المدى الطويل.

وحجم التداول له أيضاً نصيب مهم في الدراسات التحليلية، فمن الطبيعي أن تختلف النظرة وألا يتساوى تقييمنا لحركة الأسعار عندما يتباين حجم التداول بسعر ما.فحجم التداول يكشف عن مدى قوة أو ضعف الاتجاه وهو يظهر مدى حماس المتداولين للاتجاه أو لحركة أو مستوى سعري معين.

وتعتبر الرسوم البيانية أداة العمل الرئيسية للمحلل الفني وهي كثيرة ومتنوعة.وسنقوم في هذا الفصل بدراسة أهمها وأكثرها شيوعاً واستخداماً. وهي على وجه التحديد: الخط البياني، الخطوط العمودية أو الأعمدة البيانية، الشموع اليابانية. وأخيراً طريقة"بونيت آند فيجر".

المحلل الفني

"كلما نظرت بعيداً إلى الخلف، رأيت أبعد للأمام"

ونستون تشرشل

المحلل الفني هو أي شخص يقوم بتسجيل ودراسة وتحليل الرسوم البيانية للأسعار ومتابعة اتجاهاتها والأشكال النمطية المختلفة التي ترسمها حركة هذه الأسعار. وذلك خلافاً لما يقوم به المحللون الأساسيون من متابعة الأخبار الاقتصادية للسوق عامة والقوائم المالية والبيانات والمعلومات الخاصة بنتائج أعمال الوحدات الاقتصادية المختلفة.

فهو يتابع تاريخ حركة الأسعار بالسوق ويقوم ببناء التوقعات لحركتها المستقبلية بناءً على ما تم في الماضي، ويضع تصوراً للرؤية القادمة للأسعار بناءً على خط سيرها السابق وموقع وعلاقة السعر الحالية بالأسعار التاريخية بالسوق. ويهتم أيضاً بدراسة قوى العرض والطلب بالأسواق المتمثلة في حجم التداول ومؤشرات فنية أخرى مختلفة ومتعددة.

ويقوم المحلل الفني بتحديد التوقعات المستقبلية للأسعار من خلال دراسته لحركة سعر المنتج (السهم، العملة، بضاعة معينة، أو أي سلعة يجري تداولها بالأسواق المالية) في الماضي. فالرسم البياني للأسعار يرصد تاريخ حركته، بالإضافة إلى توضيحه للاتجاه فإنه يظهر أنماطاً سعريه عديدة مختلفة ويبين مناطق الدعم والمقاومة. ويعتبر البعض هذه المعلومات التاريخية للأسعار أهم سلاح في ترسانة المضارب أو المستثمر لضمان كسب معركة البقاء في حلبة الاستثمار.

ويعترف المحلل الفني بعدم قدرته على معرفة قمم وقواعد الأسعار وباستحالة الشراء بأدنى سعر والبيع بأعلاه.إلا أنه يقول بإمكانية معرفة اتجاه الأسعار ويهدف إلى تحقيق الأرباح بالإمساك باتجاه الأسعار(صعوداً أو هبوطاً) والتعلق به لأطول فترة ممكنة خلال رحلته والهروب من السوق بمجرد عدم وضوح الرؤية المستقبلية لحركة الأسعار وظهور أي بوادر خطر تنذر باحتمال تغير الاتجاه. ويصدق القول أن الكذابين فقط هم الذين يشترون بأقل الأسعار ويبيعون بأعلاها.

والمحلل الفني الناجح ينبغي أن يمتلك العديد من المهارات، منها:

التميز بملكة الربط والقدرة على إدراك العلاقات داخل السوق، مع الاستقلال في الرأي والقدرة على التحليل المتعمق لحركة الأسعار بالأسواق نتيجة للمتابعة الدقيقة لكل ما يصدر عن جميع المؤشرات وقراءة صورة السوق من مختلف زواياها.

توافر الرؤية الموضوعية والبعد عن إصدار أحكام سابقة الإعداد نتيجة انحيازه إلى قناعات مسبقة وقوالب جامدة ورؤى محكومة بجمود فكري. فالذي يجب أن يقوده دائماً في السوق هو الصدق الفكري والشجاعة في تغيير رأيه كلما لزم الأمر نتيجة لأحداث مستجدة، حتى لو كان ذلك غير متفق مع الرأي السائد بالسوق.

التحلي بالمرونة وعدم جمود النظرة والاستعداد للتخلي عن آرائه كلما أوجبت حركة السوق ذلك

النظرة المستقبلية الثاقبة لاتجاه الأسعار وامتلاك عقلية قادرة على الاستيعاب السريع للمستجدات الطارئة على السوق، والتعامل مع الواقع الجديد بمرونة للاستفادة دائماً من وضع السوق بأقصى درجة ممكنة.

مستويات المساندة والمقاومة Support and Resistance Levels:

يشير مستوى المساندة إلى مدى السعر الذي يتوقع عنده الفني حدوث زيادة أساسية في الطلب على السهم، ويظهر مستوى المساندة بصفة عامة عندما تتمتع بعض الأسهم بزيادة معقولة في السعر ثم تبدأ في الهبوط لقيام البعض بعملية جني أرباح رأسمالية ولكنها لا تلبث أن تعود بسرعة إلى الارتفاع مرة أخرى، وبحيث لا يستطيع بعض المستثمرين من شرائها عند المستوى المنخفض للسعر، لذلك فإنه يترقب هبوط السعر إلى نفس المستوى من الهبوط السابق لشرائها بسرعة، ويطلق على هذه النقطة مستوى المساندة لأنه يعني ترقب الشراء وما يحمله من زيادة محتملة في السعر والحجم.

ويشير مستوى المقاومة إلى مدى السعر الذي يتوقع عنده الفني حدوث زيادة أساسية في العرض على السهم، وبما يسبب أثر عكسي لارتفاع سعر السهم، ويميل مستوى المقاومة إلى الظهور عندما تمر الأسهم بانخفاض ثابت في السعر من مستوى مرتفع للسعر.

ويعد تكوين الدورات ذات الاتجاهات الأساسية والتي لا تتجاوز أربع سنوات الأكثر استخداماً من قبل المتعاملين في البورصات، إذ غالباً ما تشمل التغيرات الرئيسة في الأسعار من صعود وهبوط.

والتحليل الفني هو فن التعرف المبكر على الاتجاه الخاص بالأسعار (الأسهم غالباً) ومعرفة أي تغير قد يحدث فيه، وبالتالي فالمستثمر قادر على تتبع هذا الاتجاه

Riding That Trend وحتى تظهر وقائع أو إثباتات قوية تجريبية تؤكد حدوث تغيرات ذات دلالة في الاتجاه تستدعي اتخاذ قرار سواء بالشراء أو البيع للورقة، وهذا التغير يجب أن يكون موثوقاً منه ومستمراً (١).

مؤشر القوة النسبية (أر.إس.آيRSI)

" الإفراط في الثقة من أفظع الجرائم"

الزا تريوليه

نشر ويلز وايلدر المحلل الفني الأمريكي المعروف عام **1978** م كتابه" مفاهيم جديدة في نظم التداول الفنية (٢)، الذي جاءت به عدة مؤشرات فنية من ضمنها مؤشر القوة النسبية (آر.إس.آي **relative strength index RSI**)

ومنذ ذلك التاريخ اكتسب هذا المؤشر شعبية كبيرة في أوساط المضاربين وأصبح يستدل به كثير من المتعاملين في أسواق المال المختلفة. ونسارع بالتنبيه هنا إلى أنه لا يجب الخلط بين هذا المؤشر وتحليل القوة النسبية **relative strength** لسهمين مختلفين أو بين سهم معين ومؤشر للأسهم.

ومؤشر(آر.إس.آي) هو عبارة عن مذبذبات يتحرك ما بين صفر ومائة. ويتم حسابه على خطوتين كالآتي:

١ــ حساب القوة النسبية (**RS**) وهي عبارة عن متوسط أسعار الإقفال التي ارتفعت مقسوماً على متوسط أسعار الإقفال التي هبطت وذلك لفترة معينة. يتم عادة حسابها لعدد أيام، ١٠، ٩، أو ١٤.

١- للتوسع ينظر : R.D. Edward & J. Magee – Technical Analysis of Stock Trends، 199.

2 -Wilder .J. Well's . New Concepts in Trading Systems Greenboro، NC. Trend Research، 1978.

ثانياً: مؤشر القوة النسبية **(RSI)**=

$$RSI = 100 - \left[\frac{100}{1+RS}\right]$$

ويجري قراءة وتفسير هذا المذبذب بالطرق الخمس التالية:

١) عندما يرتفع المؤشر فوق ٧٠أو٧٥أو٨٠ درجة فإنه يدخل في منطقة " الإفراط في الشراء"**overbought**. أما هبوطه إلى أدنى من ٣٠،أو ٢٥ ،أو ٢٠ درجة فإن، ذلك يفسر بحالة " الإفراط في البيع **Oversold**.وفي كلتا الحالتين، فإنه يتوقع، بناء على تحليل وايلدر، ردة فعل في حركة الأسعار تصحح هذا الوضع. يقول وايلدر في شرحه:" إن المؤشر عادة ما سيسجل أعلى (أو أدنى) قراءة له قبل وصول السعر إلى ذروته(أقل مستوى). وهو ما ينذر بقرب انعكاس السعر وبحدوث حركة تصحيحية كبيرة للأسعار ". وحيث إن لكل عملة أو سلعة أو سهم يتم تداوله خاصية معينة، فإنه يجب دراسة القراءات التاريخية للمؤشر للاستدلال على مناطق الإفراط في الشراء ومناطق الإفراط في البيع بناء على أعلى و أدنى القراءات السابقة للمذبذب.

٢) الانحراف أو الافتراق **divergence** هو أحد أهم خصائص المذبذبات ويحدث عندما يتجه المؤشر ناحية معينة بينما يتحرك السعر نفسه في اتجاه آخر، أي أن كليهما لا يتحركان حركة منسجمة متسقة صعوداً وهبوطاً. بل يتباين كل من اتجاهي المؤشر والسعر.

وهناك نوعان للانحراف:

الأول: انحراف ثيراني **bullish divergence** يحدث عندما تهبط الأسعار ثم ترتفع لتهبط مرة أخرى مسجلة نقطة دنيا للأسعار، بينما المذبذب يهبط ثم يرتفع ثم يهبط مرة أخرى إلا أنه بعكس السعر لا ينزل إلى مستوى أدنى من المستوى الذي هبط إليه في المرة السابقة.

الثاني: انحراف دببي **bearish divergence** يحدث عندما تهبط الأسعار ثم تهبط لترتفع مرة أخرى مسجلة نقطة عليا للأسعار، بينما المذبذب يرتفع ثم يهبط مرة أخرى. ولكنه بعكس السعر لا يصعد إلى مستوى أعلى من المستوى الذي صعد إليه في المرة السابقة.

٣)ـ التحليل الكلاسيكي لأنماط منحنيات المذبذب، تماماً مثلما يتم تحليل منحنيات الأسعار نفسها، فأحياناً يكون النمط أكثر وضوحاً على المذبذب منه على حركة الأسعار.

٤)ـ تحليل نقاط أو مناطق الدعم والمقاومة للمذبذب، فكسر خط مقاومة للمذبذب مثلاً يعني استمرار سيره في نفس الاتجاه.

٥)ـ إخفاق (السوينج) النقلة **swing failure**.

هذه النقاط الخمس هي كل ما ذكره وإيلدر في تحليله للمذبذب، ومن التجربة الشخصية للكاتب، فإن أهمها على إطلاق هو الانحراف بنوعيه عندما يحدث في مناطق متطرفة.

خط المتوسط المتحرك **Moving – Average Line**:

يستخدم المحللون المتوسطات المتحركة **Moving Average** أداة إحصائية لتمهيد **Smoothing** اتجاه تغير الأسعار خلال مدى زمني معين والذي قد يكون متذبذباً، ويمكن حساب المتوسط المتحرك أو البسيط لأي مدة زمنية وحسب نوعية المستثمرين (متاجرين، مستثمرين).

فإذا كانت لدينا سلسلة الأسعار (غالباً سعر الإقفال) يمكن استخراج متوسطها.

$$\bar{P} = \frac{1}{n} \sum_{n=t-n+1}^{t} pn$$

$$\bar{P}_{t+1} = \frac{1}{n} \sum_{n=t-n+1}^{t} pn + pt + 1 - pt - n + 1$$

حيث:

n = طول المدة الزمنية.

t = المدى الزمني لحساب المتوسط.

P_n = سوق الإقفال في المدى (**n**).

$\bar{p}_t$ = المتوسط المتحرك للسعر في نهاية (**t**).

$\bar{p}_{t+1}$ = المتوسط المتحرك للسعر في نهاية (**t + 1**).

ويجـري حسـاب المتوسـط المتحـرك لمـدة (**30**) أسـبوع أو (**10**) أسـابيع مـثلاً، كاتجـاه اسـتثماري متوسـط، كمـا يمكـن حسـاب المتوسـط لعـدة أيـام لأغـراض المضاربة.

تحديد توقيت الشراء:

بعد تحديد المتوسط المتحرك (بأشكاله المختلفة) يرى الفنيون بـأن قـرار الشـراء يكون صحيحاً في حالة:

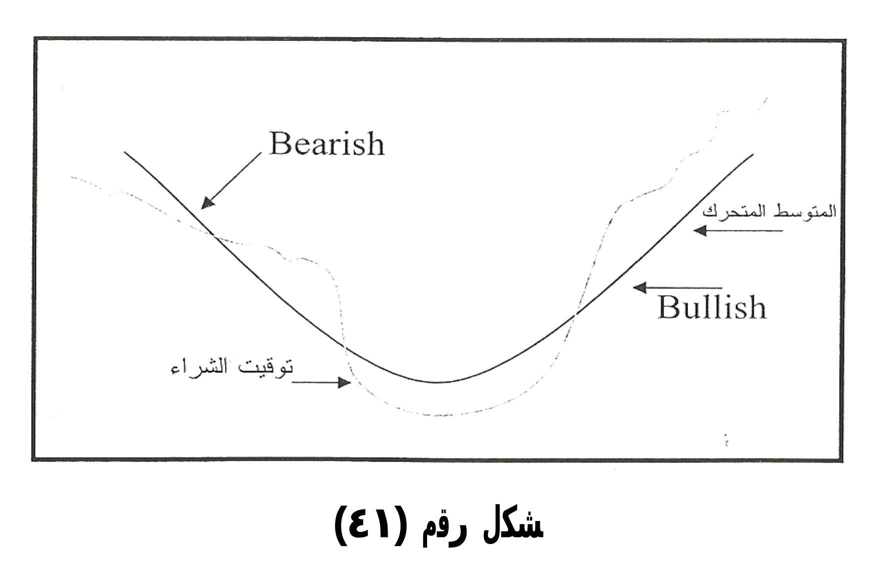
سعر السهم ومتوسطه المتحرك متجه للصعود (سوق صعودي **Bullish**).

السعر الفعلي للسهم أسفل المتوسط المتحرك للصعود.

يحدث أن يكون المتوسط المتحرك في لحظة زمنية أسفل السعر الفعلي للسهم ثم يعود للارتفاع.

ويوضح ذلك الشكل البياني (**41**) التقريبي محدداً توقيت الشـراء، والـذي يقـوم على قاعدة معروفة في البورصة.

عند تغير الاتجاه إلى الأسفل (بيع) وعند تغير الاتجاه للأعلى (شراء).



شكل رقم (٤١)

تحديد توقيت البيع:

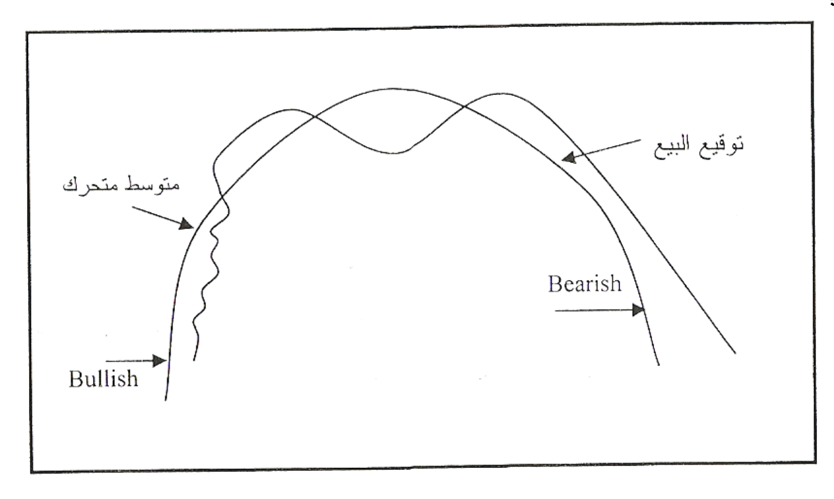
يرى الفنيون بأن قرار بيع الأسهم يكون صحيحاً ﴿ في حالة:

يكون سعر السهم والمتوسط المتحرك للهبوط **Bearish**.

السعر الفعلي للسهم يكون أعلى من المتوسط المتحرك الذي يتجه للهبوط.

يكون المتوسط أعلى من السعر الفعلي الذي يتجه للارتفاع في لحظة زمنية ثم يعاود الهبوط.

ويوضح الشكل (توقيت البيع بناء على منحنيات المتوسط المتحرك والسعر الفعلي).



أدوات التحليل الفني:

من أكثر أدوات التحليل الفني شيوعاً والتي تمكن المستثمرين من تحديد نوع الورقة المالية التي يجب أن يشتريها أو يبيعها وأيضاً التوقيت الزمني لذلك التصرف هي الأدوات التي تعرف بالخرائط **Charts** وعلى وفق ما تصوره هذه الخرائط من حركة " لأسعار الأسهم " يمكن من خلالها التنبؤ بسعر السهم في المستقبل وعلى ضوء هذا التنبؤ يتصرف المستثمر الرشيد بقراره الاستثماري.

ومن أكثر خرائط التحليل الفني استخداماً وشيوعاً هي:

خريطة تحليل القوة النسبية للأوراق المالية.

خارطة قمة الرأس والأكتاف.

تحليل القوة النسبية للورقة المالية:

تشير القوة النسبية للورقة المالية كمدخل في التحليل الفني إلى درجة التقلب في أسعار بعض الأوراق المالية في السوق حيث ترتفع أسعار بعض الأوراق المالية بسرعة في السوق الصاعد (**Bull Market**) أو ما يسمى بسوق الثور أو تنخفض ببطء شديد في السوق النزولي (**Bear Market**) أو ما يسمى بسوق الدب وعليه يطلق على هذا النوع من الأوراق المالية بالأوراق التي تتسم أسعارها بقوة نسبة **Relative Strength** (**Francis**، **1991** ، **p532**) حيث تضمن عائداً مميزاً لفترة من الزمن.

ويمكن حساب القوة النسبية سواء للأوراق المالية الفردية أو المنشآت الصناعية من خلال عدة طرق، بعضها بسيط يتم من خلال حساب معدل العائد على الاستثمارات للورقة المالية، وعلى ضوء العائد هذا يتم تصنيف الأوراق المالية، حيث تصنف الأوراق المالية التي تتسم بارتفاع متوسط معدل العائد فيها على أنها أوراق مالية تمتاز بقوة نسبية كما يمكن حساب القوة النسبية من خلال بعض النسب ومقارنتها بنسب الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة المصدرة لتلك الأوراق المالية ويعرض **Francis** كيفية حساب القوة النسبية لإحدى منشآت الأعمال كما ترد بياناتها في الجدول رقم (٤-١) الآتي:

جدول رقم (٤ ـ ١)

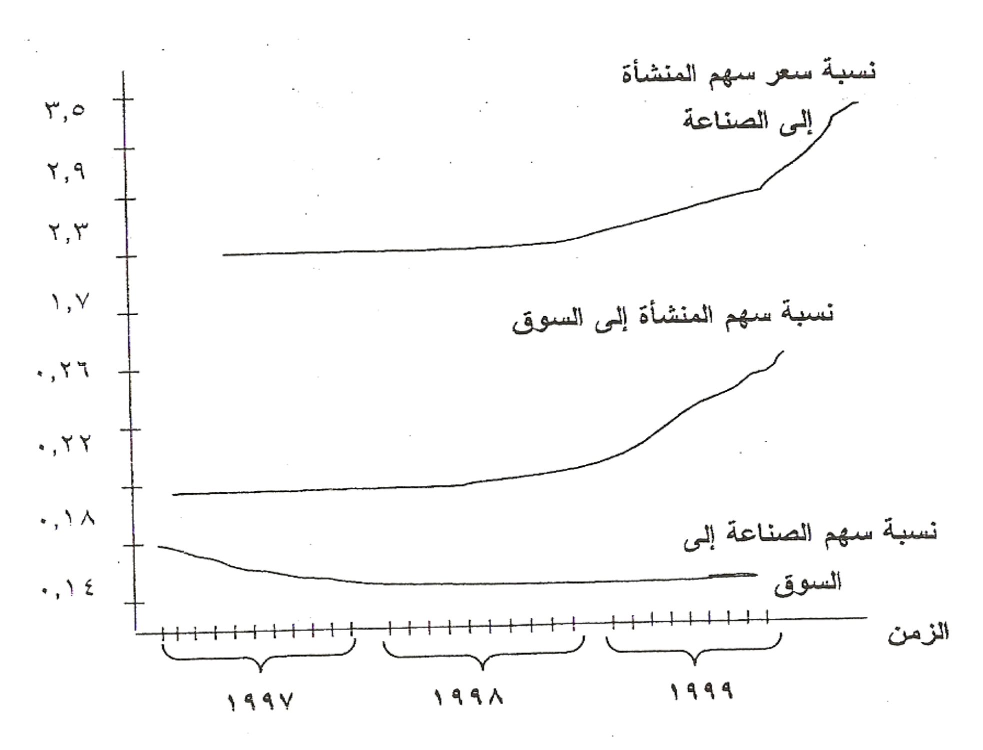
بيانات لحساب القوة النسبية

السنة	سعر السهم س	سعر السهم كمتوسط للصناعة ص	سعر السهم كمتوسط لـ (٥٠٠) سهم في السوق ع	نسبة س ص	نسبة س ع	نسبة ص ع
	١	٢	٣	٤	٥	٦
١٩٩٧	٣٠	١٧	٢١٠	١٫٧٨=١٧÷٣٠	٠٫١٤٤=٢١٠÷٣٠	٠٫٠٨١=٢١٠÷١٧
١٩٩٨	٣٦	١٨	٢٥٠	٢=١٨÷٣٦	٠٫١٤٤=٢٥٠÷٣٦	٠٫٠٧٢=٢٥٠÷١٨
١٩٩٩	٧٢	٢٠	٢٨٥	٣٫٦=٢٠÷٧٢	٠٫٢٥٣=٢٨٥÷٧٢	٠٫٠٧٠=٢٨٥÷٢٠

من خلال تحليل بيانات الجدول وفقاً للقيم الظاهرة في الأعمدة من ١ حتى ٦، نلاحظ أن سعر السهم (س) بالنسبة للمنشأة المعينة كما هو وارد في العمود رقم (١) كان في حالة مضطردة في علاقته مع متوسط أسعار أسهم الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة المعينة (العمود رقم ٤) وذلك خلال الفقرة، حيث زادت النسبة من (١٫٧٨) إلى (٢) إلى (٣٫٦) وخلال السنوات ٩٩٧، ٩٩٨، ٩٩٩ وعلى التوالي، رغم أن نسبة متوسط أسعار أسهم الصناعة أي متوسط أسعار السوق كما هو وارد في العمود رقم (٦) قد انخفضت خلال الفترة حيث هبطت النسبة من (٠٫٠٨١) عام ١٩٩٧ إلى (٠٫٠٧٢) عام ١٩٩٨ ثم إلى (٠٫٠٧٠) عام ١٩٩٩.

ويلاحظ من التحليل أيضاً أن نسبة سعر السهم إلى متوسط السوق (عمود رقم ٥) لم يكن متميزاً خلال السنين ٩٩٧، ٩٩٨ حيث بلغت النسبة (٠٫١٤٤) مما يعني أن السهم للمنشأة المعينة لم يكن له قوة نسبة مقارنة مع أداء السوق، واختلف الحال عام ١٩٩٨، ١٩٩٩، حيث ارتفعت النسبة من ٠٫١٤٤ إلى (٠٫٢٥٣) مما يعكس بوضوح وجود قوة نسبة في سهم المنشأة قياساً بمؤشر السوق.

إن صورة التحليل أعلاه عادة ما تستكمل من قبل المحللين الفنيين في سوق الأوراق المالية في عرض النتائج الواردة في الجدول رقم () بشكل رسم بياني كما هو ظاهر في الشكل رقم () الآتي:

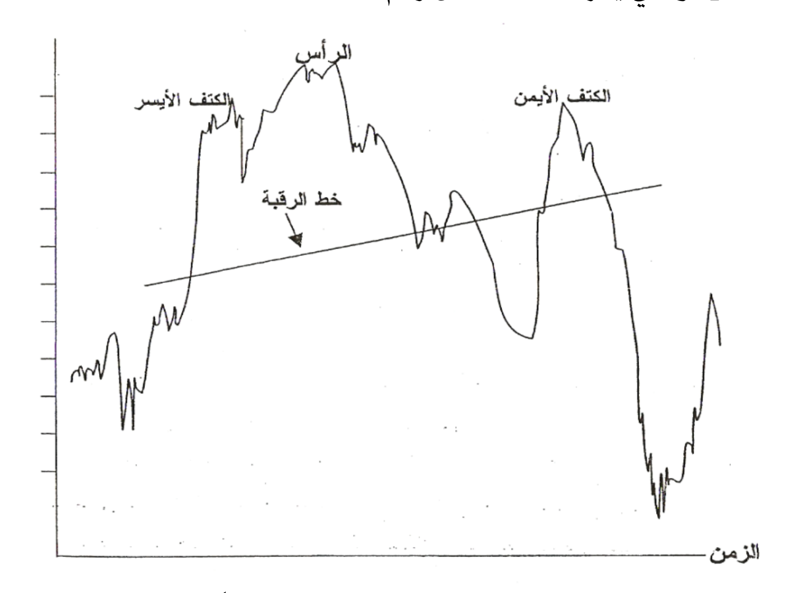


ومن دراسة ومتابعة حركة العلاقات الظاهرة في الرسم البياني يمكن ملاحظة أن العلاقة بين سعر السهم للمنشأة بعلاقته مع متوسط الصناعة التي تنتمي إليه المنشأة وأيضاً بعلاقته مع متوسط السوق قد أظهر نوعاً من القوة النسبية، في حين لم تظهر نسبة أسعار أسهم الصناعة بعلاقتها مع أسعار السوق أي قوة نسبية.

وعلى ضوء هذا التحليل الظاهر في حركة العلاقات يستطيع المحلل الفني أن يرسم أشكالاً بيانية لعدد كبير من المنشآت وخلال فترة زمنية، وعلى ضوء قراءة تلك الأشكال يستطيع المستثمر أن يحدد أي الأسهم قد حققت قوة نسبية متميزة ومن المؤكد أن هذا التحديد له أهمية في نقل القرارات الرشيدة للمستثمر إلى واقع بالتنفيذ حيث تتجه قرارات الاستثمار الرشيدة نحو تلك الأسهم التي أعطت منشآتها قوة نسبية قياساً بغيرها، لأن ذلك يضمن للمستثمر تحقيق العائد المتميز والمرتبط بدرجة منخفضة من المخاطرة.

خارطة قمة الرأس والأكتاف:

من الخرائط المهمة التي يرسمها المحلل الفني لمتابعة حركة أسعار الأسهم التي ترتفع ارتفاعاً يوصلها إلى القمة **Top** يتبعه انخفاض في المستقبل هي ما تسمى خارطة الرأس والأكتاف **Head and Shoulder Top Chart** (**Francis**، **1991**، **p526**) والتي يعرضها الشكل رقم ().



من الشكل يظهر من أن حركة السوق وفقاً لقمة الرأس والأكتاف تقسم إلى أربعة أقسام هي:

١- الكتف الأيسر Left Shoulder:

هي فترة يحصل فيها ارتفاع مضطرد في أسعار الأوراق المالية بسبب كبر حجم صفقات الشراء حتى يصل الارتفاع إلى مستوى معين يتبعه انخفاض بسبب انخفاض في حجم الصفقات الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار بشكل عام.

٢- الرأس Head:

عندما تحصل ضخامة في صفقات الشراء للأوراق المالية يترتب عليها ارتفاع كبير في السعر ليصل إلى قمة الرأس يتبع ذلك انخفاض في حجم الصفقات يؤثر

على الأسعار بالانخفاض حتى تصل دون أسعار القمة إلا أنها أعلى من أسعار الكتف الأيسر.

٣-الكتف الأيمن Right Shoulder:

في هذه الفترة يحصل زيادة في الصفقات ولكن بمعدل أقل مما حصل في الفترة السابقة أي أقل مقارنة بالحالة التي سببت الكتف الأيسر والقمة (الرأس) ولكن أسعار الأوراق المالية تفشل في الوصول إلى أسعار القمة، بعدها تبدأ بالانخفاض حيث تحدد الكتف الأيمن.

٤-انكسار الأسعار Confirmation or Breakout:

في هذه الفترة الزمنية يحدث انخفاض في السعر يتعدى خط الرقبة كما هو في الشكل رقم () الذي يمثل تماس أدنى سعر في حالة الرأس والأكتاف، وفي هذه المرحلة فإن القرار الرشيد للمستثمر هو أن يتجه نحو بيع ما لديه من استثمارات في الأوراق المالية.

نظرية (دو) Dow Theory

"رحلة الاكتشاف الحقيقية ليست في البحث
عن مناظر جديدة بل في النظر بعيون جديدة"
مرسيل بروست

تعد نظرية (دو) واحدة من أقدم وأهم أدوات التحليل الفني ومرجع هذه النظرية يعود لشخص مطورها وهو (**Charles Dow**)(**1851-1902**) أبو التحليل الفني والذي يستند إليه مؤشر دو جونز **Dow Jones** الشائع الاستعمال في بورصة نيويورك لتحديد متوسط الصناعة.

وقد توفي دو عام ١٩٠٢، وبعده خضعت قواعد نظريته إلى التطور والتعديل من قبل هيئة تحرير صحيفة وول ستريت **The Wall Street Journal** والتي كان (دو) أحد أهم المحررين فيما (**Bhalla**، **1997**، **p362**) (**Franais**، **1991**، **p524**) ورغم

أن الفكرة الأساسية لنظرية (دو) هي وضع الأساس اللازم للتنبؤ بالتغيرات التي تحصل في الأنشطة الاقتصادية المهمة إلا أنها أصبحت أهم أداة تتسم بشيوع الاستعمال للبحث بتغير حركة أسعار الأسهم بل هي الرائدة في هذا المجال خصوصاً بعد نجاحها في التنبؤ بأزمة سوق رأس المال التي حدثت في الثلاثينات والتي نجم عنها ما يعرف في الفكر الاقتصادي والمالي بالكساد العظيم.

تركيب نظرية (دو):

تشير نظرية (دو) إلى أن السوق تحدث في العادة ثلاث حركات تحصل في ذات الوقت، الحركة الأولى هي الحركة القصيرة **Narrow Movement** والتي تحدث من يوم إلى آخر.

أما الحركة الثانية هي حركة الموجة الصغيرة (كما تحصل في البحر) (**Short Swing**) تحصل لفترة بين أسبوعين إلى شهر أو أكثر.

أما الحركة الثالثة فهي الحركة الأساسية **Main Movement** وهي حركة طويلة نسبياً وقد تستمر لفترة تغطي على الأقل أربعة سنوات (**Francis**، **1991** ، **p524**) وتم صياغة هذه الحركات وفق حركات تشبه حركات الموجات في البحر، وبذلك فقد تم تحديد ثلاثة أنواع من الحركات هي:

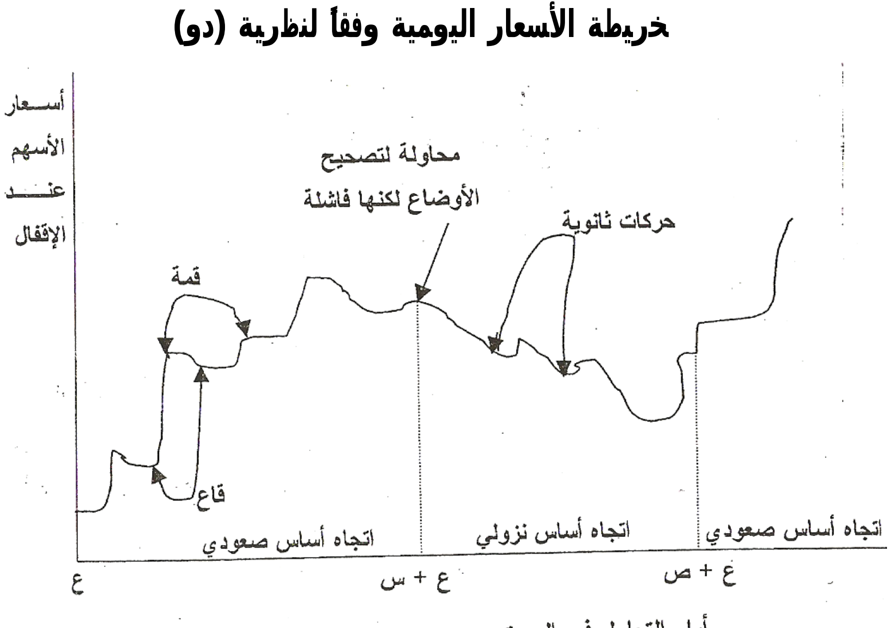
التغيرات الأساسية Primary trends: والتي تسمى بالسوق الصعودي أو السوق النزولي **Bear Market or Bull Market** ويطلق عليها بعض المستثمرين اسم سوق الثور **Bull Market** حيث تشهد أسعار الأسهم فيها ارتفاعاً كبيراً خلال فترة محددة من الزمن يحصل بعدها سوق الدب **Bear Market** التي تهبط بها أسعار الأسهم إلى أدنى حد لها.

الحركات الثانوية Secondary Movement: وهي حركات مقاومة للتغيرات في السوق النزولي تهدف إلى إعادة أسعار الأسهم إلى مستوى القيمة السابق.

الحركات اليومية Tertiary Moves: وهي التقلبات اليومية التي تحصل والتي تشبه حركات موجات البحر اليومية **Random Wigles** إلا أن هذه الحركات اليومية تكون هي الأساس في حدوث التحركات الثانوية والتحركات الأساسية.

والشكل يعكس تصورات وحركات نظرية (دو).

خريطة الأسعار اليومية وفقاً لنظرية (دو)



Source , Francis , 1991 , P . 524

من الشكل يظهر أن هناك تغيرات في أسعار الأسهم صعوداً ونزولاً خلال أيام التعامل في سوق رأس المال، فحركة التغير من اليوم الأول (ع) تشير إلى وجود اتجاه أساسي صعودي في أسعار الأسهم بين يوم الإقفال (ع) ويصل إلى أعلى سعر له قبل يوم (ع + س) رغم أنه خلال هذه الفترة فإن حركة الأسهم قد تصل إلى أعلى قمة لها، كما يمكن أن تنخفض إلى أدنى قاع لها، كما هو مؤشر في الشكل أعلاه، إلا أن الاتجاه الصعودي في أسعار الأسهم هو الأساسي.

وخلال الفترة المحصورة بين أيام التعامل في السوق (ع + س) و (ع+ ص) تحصل تغيرات أساسية نزولية في العادة ولهذا نلاحظ أنه في يوم (ع + س) تحصل محاولة لتعديل الأوضاع من خلال حركات ثانوية أملاً في إعادة أسعار الأسهم إلى سابق

وضعها لكن هذه المحاولة تفشل الأمر الذي يجعل الأسعار تسير نحو الهبوط باتجاه اليوم (ع + ص) وهذا يعني أن الاتجاه الأساسي الصعودي لأسعار الأسهم قابله اتجاه نزولي أساسي في هذه الأسعار.

ويحدث العكس بعد يوم (ع + ص) إذ بالرغم من وصول الأسعار إلى أدنى حد لها قبل هذا اليوم إلا أن الأسعار تبدأ بالارتفاع مرة ثانية، وتحدث محاولات من خلال حركات ثانوية **Secondary Movement** من أجل إعادة مستوى الأسعار إلى ذلك المستوى الهابط والمنخفض إلا أنها تفشل أيضاً مما يعني اتجاه الأسعار نحو الصعود مرة ثانية أي من اتجاه نزولي إلى اتجاه صعودي، وهكذا يلاحظ وفقاً لنظرية "دو"، أن الاتجاه الصعودي في الأسعار يعقبه اتجاه نزولي ثم يلحقه اتجاه صعودي وهكذا.

فلسفة تحليلات جان William D. Gann

"هناك مفتاح واحد فقط لباب

الأرباح الوفيرة هو معرفة السوق"

ويليام جان

يقال إن"ويليام جان **William D. Gann(1878-1955**م)، جمع ثروة طائلة قدرت بنحو (٥٠) مليون دولار من جرّاء تعاملاته في الأوراق المالية وفي أسواق السلع والبضائع المستقبلية. وأن عملياته الرابحة تعدت نسبتها٨٥٪ من مجموع العمليات الاستثمارية التي أبرمها في الأسواق المختلفة على مدى سنوات طويلة. كما أنه كان من القلائل الذين تنبأوا بانهيار الأسعار الشديد ووقوع كارثة عام ١٩٢٩م الاقتصادية.

لقد كان جان بلا شك أحد أنجح المضاربين في النصف الأول من القرن العشرين.ويرجع الفضل في تفوقه إلى تطبيقه لمبادئ وتكنيكات معينة توصل إليها من دراساته الفنية المستفيظة للأسواق، واكتشافه لبعض أسرار حركة الأسعار بالأسواق. وقد قام جان بتدريس طرق تداوله وتحليلاته الفنية المختلفة لحركة الأسعار بالأسواق المختلفة، كما نشر له العديد من الكتب التي شرح فيها نظرياته الفنية وفلسفته في التداول.

وقد ارتكزت فلسفته على قناعته بوجود نظام وقانون طبيعي **natural law** يحكم حركة جميع الأشياء في الوجود. ونفس الحال بالنسبة للأسواق، فحركة الأسعار لا تتم بطريقة عشوائية **random walk** بل تتم وفق نظام معين يمكن تحديده سلفاً. فهناك علاقة سببية بين أسعار الماضي وأسعار المستقبل، فمن أسعار الماضي يمكن حساب أسعار المستقبل. ويمكن بتطبيق مبادئ رياضية وهندسية معينة على الرسوم البيانية للأسعار التكهن بمجرى الأسعار مستقبلاً ففي كثير من الأحيان، عند وجود دلالات وظهور إرشادات معينة يمكن معرفة حركة الأسعار مسبقاً.

كتب جان في أحد كتبه:لقد اكتشفت أنه بإعمال قانون الذبذبات **law of vibration** يمكن التكهن بدقة بالنقاط التي سترتفع وتنخفض إليها الأسعار، وأن هذا القانون يفيد في معرفة وتحديد الأسباب والآثار أو النتائج **determine cause and** قبلما يتنبه لها المشتغلون بشارع المال، ويبدأ الحديث عنها بفترة زمنية طويلة."

وفيما يلي عرض موجز لبعض من فلسفته وتحليلاته:

- أهمية الرقم٧:

نظراً لتكرار ذكر الرقم سبعة في الكتب السماوية فقد أولاه جان أهمية خاصة.كما أن دراساته للنصوص المصرية القديمة بينت له أهمية هذا الرقم أيضاً لدى قدماء المصريين. ومن هنا فقد استخدم هذا الرقم ومضاعفاته مثل ١٤و٤٩ـ بشكل مكثف في تحليلاته للأسواق.

- الأرقام الطبيعية:

كان جان فذاً في علوم الرياضة وكان يعشق الأرقام ومتوالياتها. وقد احتلت بعض الأرقام الطبيعية ومضاعفاتها أو قسماتها أهمية بارزة في تحليلاته؛ وذلك للعديد من الأسباب منها التاريخي والديني والروحي والنفسي. فبالإضافة إلى الرقم سبعة نال الرقم ٩ اهتمامه أيضاً لكونه يعبر عن دورة الحمل **pregnancy cycle** لدى النساء علاوة على أنه الرقم الفردي الأخير في العد يليه أعداد ثنائية. كما أنه

اهتم بالرقم١٢ لوجود اثني عشر برجاً فلكياً والقصص التي تحكي الاثني عشر سبطاً من أسباط بني إسرائيل.كما شكّل الرقم ١٤٤ أهمية بالنسبة له حيث إنه ناتج تربيع ١٢ ، وأن اليوم الواحد يحتوي على ١٤٤٠ دقيقة، وهو نسبة ٤٠٪ من ال ٣٦٠ درجة للدائرة.

لاحظ جان أن أدنى وأعلى الأسعار الماضية تلعب دوراً كبيراً في تشكيل حركة الأسعار المستقبلية.فأعلى سعر يمثل عقبة يصعب تخطيها وتعتبر نقطة مقاومة،أما أدنى سعر فيعمل كحاجز لتدهور الأسعار لمستويات أدنى، ويعتبر نقطة الدعم.فإن أدنى سعر يحدد مستوى الأسعار في المستقبل. لذا وضع جان قاعدة تفيد أن هناك علاقة رياضية بين أدنى الأسعار التاريخية وأعلاها.

- أهمية الدائرة:

الدائرة شكل هندسي يعبر عن الزمن بالنسبة لجان باعتبار أنها تحتوي على ٣٦٠ درجة تمثل عدد أيام السنة وبتقسيم الدائرة على ٤ ينتج ربع دائرة زاويتها قائمة، اعتبرها جان فصول السنة الأربعة كل فصل ٩٠ يوماً. كما أن تقسيم نفس الدائرة على ١٢ يعطي ٣٠،دلالة على عدد أشهر السنة وعدد الأيام في كل شهر. لقد استخدم جان لقياس الوقت الأرقام الطبيعية الثابتة الناتجة من قسمة درجات الدائرة وهي الأرقام التالية :٩ـ١٨ـ٢٧ـ٣٦ـ٤٥ـ٧٢ـ٩٠ـ١٢٠ـ١٨٠ـ٢٧٠ـ٣٦٠.

وقد استخدم جان في تحليله لحركة الأسعار بالأسواق شكلين هندسيين: الحلزون للسعر والدائرة لزمن. فالسعر يتحرك في شكل حلزوني صعوداً أو هبوطاً ، أما دورة الزمن فدائرية.

وتوصل جان إلى أن السعر يعكس اتجاه حركته عندما يتلاقى حلزون السعر مع دائرة الزمن.

أهمية يوم الذكرى السنوية: إن المشاعر التي يثيرها حدث جلل بالأسواق (كيوم الاثنين الأسود مثلاً) في نفوس المضاربين تظل دائماً محفورة في ذاكرتهم.فقد لاحظ جان أن تاريخ أي حدث كبير ومهم في حركة الأسعار يلقي بظلاله على السوق في المستقبل.وعادة ما تأخذ الذكرى السنوية الأولى والعاشرة موقعاً خاصاً في نفوس

المتعاملين: حيث ترتفع احتمالات تكرار ذات الحدث ولو بنسب متفاوتة في يوم الذكرى السنوية.

- تقسيم حركة السوق:

كان جان يقسم حركة السوق إلى الثلث ١/٣ والثمن١/٨ ، وذلك لتحديد مستويات الدعم والمقاومة. وكان يضع خطاً أفقياً عند هذه المستويات على الرسم البياني للأسعار للاستدلال بها في اتخاذ قرارات التداول المناسبة.وقد لاحظ أن أهم هذه النسب ٥٠٪ عندها يمكن القول بأن السعر وصل إلى حالة توازن، يليها في الأهمية نسبة ٣٧,٥٪ ثم ٦٢,٥٪ وكان يتوقع أن يقابل السعر عند هذه المستويات دعماً أو مقاومة.فإذا تعدى السعر أحد هذه المستويات فالمتوقع أن يكمل المسيرة حتى يصل إلى مستوى النسبة التالية، أي المحطة التالية للدعم أو المقاومة.

- مناطق الدعم ومناطق المقاومة:

هناك أكثر من مؤشر يساعد على تحديد ومعرفة نقاط الدعم أو نقاط مقاومة الأسعار. وعندما تشير أكثر من طريقة إلى مستوى سعري معين لكونه إما نقطة دعم أو مقاومة، فإن ذلك يرجح أن تكون هذه المنطقة منطقة قوية للغاية لتلاقي النقاط، وحاجزاً منيعاً يصعب للأسعار كسره وتخطيه.

- أهمية عامل الزمن:

لقد توصل جان من خلال أبحاثه، إلى أن الزمن يمثل قيداً رئيسياً على حركة الأسعار في أي سوق كان.فقد اعتقد أن الوقت هو أهم عامل في عملية التداول. فهناك نوافذ زمنية معينة يمكن حسابها وتحديدها مسبقاً واعتبارها نقاطاً زمنية لاتخاذ قرارات التداول.

- نظرية تربيع السعر والزمن:

لقد سجل جان الأسعار على ورق المربعات من مقاس ٨×٨(٨مربعات بكل بوصة) وقد أتاح له ذلك موازنة وحدات السعر مع وحدات الزمن، أي تربيع السعر والزمن لأن مقاييس الرسم التي استخدمها كانت واحدة لا تتغير.

مما سبق يتضح أن جان قد توصل إلى بعض القواعد الفنية المهمة ـ السعرية منها والزمنيةـ التي مكنته من تحديد نقاط أو مناطق سعريه علاوة على تواريخ معينة يتوقع عندها حدوث ردود فعل سعرية، وهو ما يفيد في تأهيل المستثمر للاستعداد نفسياً ومالياً لاتخاذ القرارات الاستثمارية في الوقت والسعر المناسبين. وكان دائماً ما ينصح المضاربين والمستثمرين، من خلال خبرته الطويلة في الأسواق، **بإتباع قواعد معينة للتداول منها:**

لا تقم مطلقاً بالتداول على أساس الأمل والخوف، بل اعرف دائماً السبب في إبرام العملية.

عندما تساورك الشكوك اخرج من السوق ولا تدخله إلا عندما تكون متأكداً.

لا تشتر أبداً لأن الأسعار رخيصة فقد تهبط أكثر، ولا تبع لأن الأسعار مرتفعة فقد ترتفع أكثر.

لا تعاند السوق، ولا تقف ضد اتجاه الأسعار.

لا تضع البيض كله في سلة واحدة، بل وزع استثماراتك على عدة منتجات للتقليل من المخاطر.

لا تفرط في التداول **Don’t overtrade**، وتفادَ الدخول والخروج من السوق بكثرة

استخدم دائماً أوامر وقف الخسارة، ولا تقم أبداً بإلغائها

لا تسمح مطلقاً لعملية مربحة بأن تتحول إلى عملية خاسرة، فالمكسب يجب أبداً ألا ينقلب إلى خسارة.

قلل دائماً من المبلغ الذي تتداوله بعد وقوعك في خسارة.

لا تقم أبداً بالشراء لتحسين متوسط السعر **don‘t average down**، فلا تضف أبداً إلى مركز خاسر.

لا تصف مركزك بالأسواق بدون وجود سبب قوي.

تداول فقط في الأسواق النشطة التي تتمتع بسيولة عالية.

تحلّ بالصبر ولا تتعجل دخول السوق. انتظر الوقت المناسب والفرصة المواتية التي ستأتي لا محالة.

تحلّ أيضاً بالصبر في عملياتك الرابحة ولا تتعجل جني الثمار قبل تمام نضجها.

إن النجاح بالأسواق، طبقاً لمنهجية جان، سيأتي حتماً شريطة الالتزام بحزم بهذه القواعد الصارمة.

المبحث الثاني

شارت باترين أو نماذج الشارتات[١]

Shared Bittern (Models Shred)

"الخيال أفضل من المعرفة"
ألبرت أينشتين

من أهم الأمور التي يجب على كل متعامل بالتحليل الفني أن يكون مطلعاً عليها ومتقناً لها هي النماذج الثمانية وأنواعها للشارت وحركتها وهي التي يعرف منها المحلل أين يتجه السهم وإلى أين سوف يصل

وهي كالتالي:

المثلثات المتناسبة ـ **Symmetrical Triangles**

المثلثات التصاعدية ـ **Triangles Ascending**

المثلثات المنحدرة ـ **Descending Triangles**

الرأس والكتفان ـ **Shoulders & Head**

الإسفين ـ **Wedges**

الإعلام وإعلام السفن ـ **Flags and Pennants**

المستطيلات ـ **Rectangles**

حجم التداول ـ **Volume**

هذه هي النماذج ولكل نموذج عدة حالات

١- المثلثات المتناسبة ـ Triangles Symmetrical

المثلث المتناسب هو نوعان **Bullish** (صعود) و**Bearish** (هبوط). فإذا كان حدوثه للسهم وهو في حالة **Up Trend** يعني بأن السهم صعود مثل الشكل واحد في

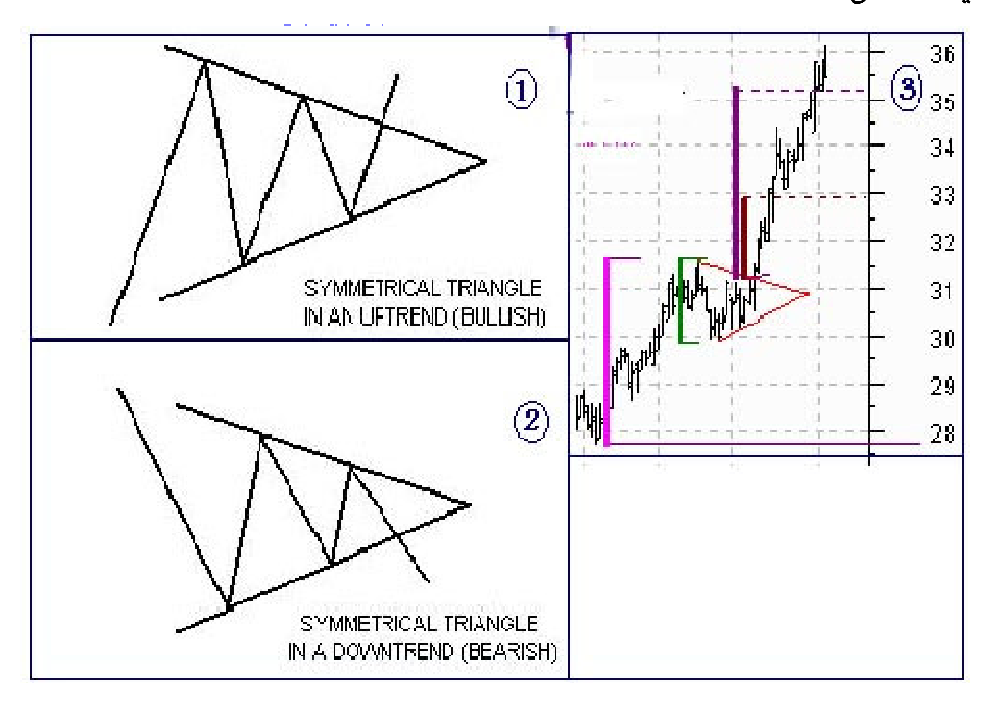
---

[1] **WWW. 701 m .**

الرسـم. بينمـا هبـوط يحـدث عنـدما يكـون السـهم في حالـة **A downtrend** مثـل الشـكل(٢).

ويصف المثلث المتناسب تساوي العرض والطلب في فترة الشـكل أو الفـترة الـتي ينطبق عليها هذا النوع من النماذج ويكون فيها الاتجـاه غير معـروف في تلك اللحظـة والسهم ينتظر محفزات أو إخبار أو أي مؤثرات أخرى حسب حالـة السـهم مـع توقـع أن يتم تحريك السهم في أي لحظة وعـادة تكـون حركتـه سـريعة جداً أو مـا نطلـق عليـه انفجار يحدث للسهم. فإذا كـان السـهم في **Uptrend** اتجاهـه غالبـاً لـلأعلى والعكـس إذا كـان السـهم في **A downtrend** كـمـا هـو موضح في الشـكلين واحد واثنين.

طبعاً مع الأخـذ في الاعتبـار حجـم التـداول ولأهميـة حجـم التـداول سـوف نتحـدث عنه آخر الموضوع بعد الانتهاء من النماذج الثمانية لأهميته.. حيث هو الأهم في السـهم وجميع المؤشـرات والتكنيكـال بالكـامل يعتمد عليه. أما حجم الارتفـاع والانخفـاض للسهم في هذا الشـكل فيرتبط بقدر المثلث نفسه كـما هو موضح في الشـكل ٣ فـإذا تجاوزه يتم حساب قدر الارتفاع من نقاط الدعم السابقة وهـكذا. وأعتقد بأنـه واضـح في الشـكل٣.



٢-المثلثات التصاعدية ـ Ascending Triangles

وهـذا النـوع الثـاني وهـو صـعود ويحـدث دائمـاً بـنفس الشـكل الموضـح بالرسـم شـكل (١) وذلك في حالة **Uptrend** عندما يرتفع السهم ويصبح **Over put** وعنـدها يبدأ السهم في التردد ولكن بمجرد أن يخترق السهم الخط الأعلى في الشكل يرتفع بشكل كبير وفي العادة يكون ذلك مصحوباً بحجم تداول عالي. والشكل يكون مثلث الخط العلوي مستوي أو **Flatt** وهو الذي يفرق عن المثلث المتماثل في **Bulush** في النموذج ا أعلاه. بينما **Trend** الذي في الأسفل أو الخط يكون تصاعدياً.

وأيضاً مثل الشكل (٢) في الرسم أدناه **Shred** حقيقي حدث له هذا النموذج تماماً ويتضح الارتفاع فيه.

وهو دلالة على أن القوة الشرائية قد تناقضت لأن السهم **Over put** ولكن بمجرد كسر الخط المستوي في الأعلى مع تداول فإن ذلك يعني بأن هناك قوة شراء جديدة دخلت على السهم وسوف يرتفع ويعمل **Break out**.



٣-المثلثات المنحدرة ـ Descending Triangles

المثلثات المنحدرة أو التنازلية وهي مختلفة عن المتماثلة وعكس التصاعدية وعادة توجد في **A Dowtrend** فغالباً يحدث انخفاض للسهم.

الفرق بينه وبين التصاعدي وهو موضح في الشكل (١)... التصاعدي يكون الجزء العلوي مستوي و **Trend** السفلي مائل للارتفاع.. بينما النموذج التنازلي ـ الجزء العلوي منحدر والسفلي مستوي (**Flatt**).

ويعني بأن السهم عندما يعمل ويعمل استعادة للمستويات السابقة على الخط السفلي فإن المشترين يعودون للشراء مرة أخرى ولكن الشراء يكون ضعيفاً ومتردداً مما يعني بأن السهم عندما يعود لا يصل إلى مستويات علوية في الشكل ولذلك فإن خط الترند في الشكل ١ يكون متجهاً للنزول في الخط العلوي للسهم. عند كل مرة يعود السهم إليه وهذا دليل على ضعف السهم عند رجوعه مرة أخرى.

وعندما يرى المضاربون بأن هناك ضعفاً وتردداً في السهم فإنهم يفكرون في التخلص فوراً من السهم وبذلك يعود السهم للانخفاض وبشكل كبير مع زيادة في التداول والهروب من السهم ويكسر السهم المستوى الأقل الموضح وهو الخط السفلي في الشكل (١).

ويوجد شارت كمثال لذلك في الشكل ١ لهذا النوع من المثلثات المنحدرة.

٤-الرأس والكتفان ـ Shoulders & Head

إن هذا النوع من النماذج هو أقواها تقريباً ويأتي على حالتين :

Head and Shoulder العادي مثل الشكل (١) **Head and Shoulder** المقلوب أو المعكوس مثل الشكل (٢).



وهما عبارة عن نموذج يشبه لشكل إنسان يبين الرأس ومن تحته كتفان مستواهما أقل من مستوى الرأس. والكتفان يختلف مستواهما الأعلى والأدنى معتمداً على اتجاه خط الترند نفسه فليس شرطاً أن يكون مستوي أو بشكل أفقي وإنما ممكن أن يكون أفقياً أو يميل للارتفاع أو الانخفاض للكتفين الأيمن أو الأيسر عند إيصال خط ترند بين الكتفين من الأعلى أو من الأسفل.

وبالإمكان استخدام هذا الشكل على عدة فترات زمنية ولكن تطابقه الآن مع ما ذكر أعلاه هو على الشارت لمدة عشر سنوات أو خمس سنوات تقريباً.

ولذلك فإن النموذج التالي يبين بأن ما زال هناك انخفاض كبير في الداو والناسداك وبعض الأسهم على المدى البعيد ومثالاً على ذلك **intc** لم تتمكن من تجاوز ٢٠ دولاراً فقد تصل إلى ٥ دولارات تقريباً مستقبلاً.

هذا النموذج الرأس والكتفان هو عبارة عن نموذج انعكاسي.. أي أن الكتف الأيسر يقابله الكتف الأيمن.

النموذج العادي ينطبق دائماً في **Up Trend** بينما المعكوس يكون في **Dawn trend** حسب **Time Frame** المستخدم. ويكون أكثر ثقة أو موثوق به عندما يكون في **Up Trend** وهو أيضاً يمثل قوة العرض والطلب التي توضح مرحلة السهم في الفترة المطلوبة بحيث يزيد الطلب ثم يتساوى ثم ينخفض والعكس.

ويكون حدوثه كالتالي: يرتفع السهم إلى أن يصل لقمة الكتف الأيسر وبعدها ينزل السهم إلى أن يصل السهم إلى خط الرقبة وبذلك يكون قد أسس دعم وهو خط الرقبة وعندها يتدخل المشترون ويرفعون السهم فإذا تجاوزوا قمة الكتف الأيسر لمستوى أعلى فيعني بأن السهم قد كون الرأس في النموذج.

وبطبيعة الحال فإن الارتفاع الكبير يعقبه انخفاض أيضاً وهنا يدخل بائعون جدد على السهم والمشترون أيضاً تنخفض قوتهم الشرائية وعزوفهم فيؤدي ذلك إلى انخفاض السهم إلى نقطة الدعم القديمة أو خط الرقبة وهنا يتدخل المشترون لأن السهم وصل دعم سابق وقوي ويبدأ سباق صغير ومفاجئ.

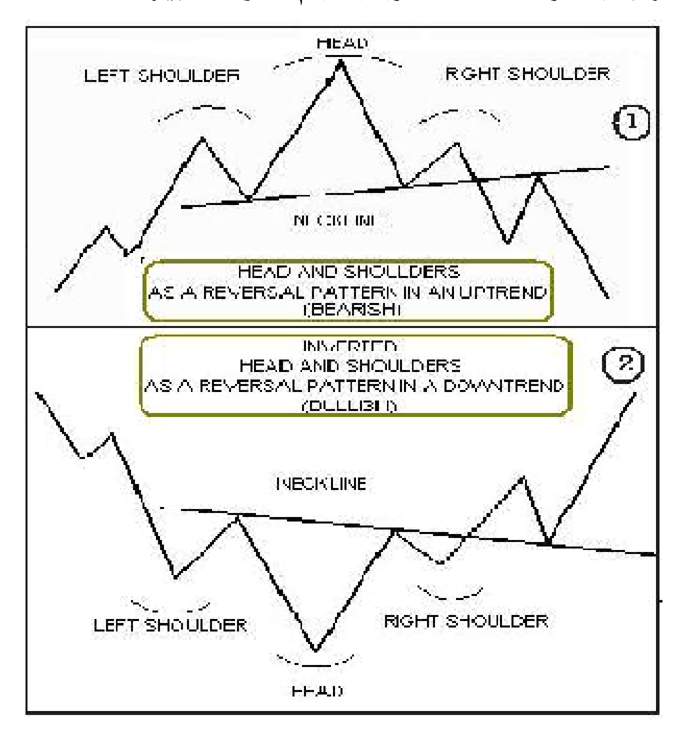
ولكن يفشل هذا السباق في تجاوز نقطة القمة في الرأس وبذلك يتكون النموذج لأن من شروطه أن لا تتجاوز الكتفان نقطة الرأس بدون الأخذ في الاعتبار قمم الكتفين فليس شرطاً أن تكون متساوية في هذا النموذج ولكن يجب أن لا تكون أعلى من نقطة القمة في الرأس.

وعند فشل الكتف الأيمن في الوصول لنقطة القمة للرأس فإن ذلك يؤدي إلى خوف المستثمرين والمضاربين وعزوفهم عن السهم ويتعرض السهم لبيع وبداية دخول السهم في الجانب السلبي وما يحدث بعدها يكون عبارة عن سباقات بسيطة وضعيفة من ضمن انخفاض أكبر.

ولحجم التداول أهمية كبرى في هذا النموذج دون النماذج الأخرى وبالذات عند خط الرقبة والقمم للرأس والكتفين.

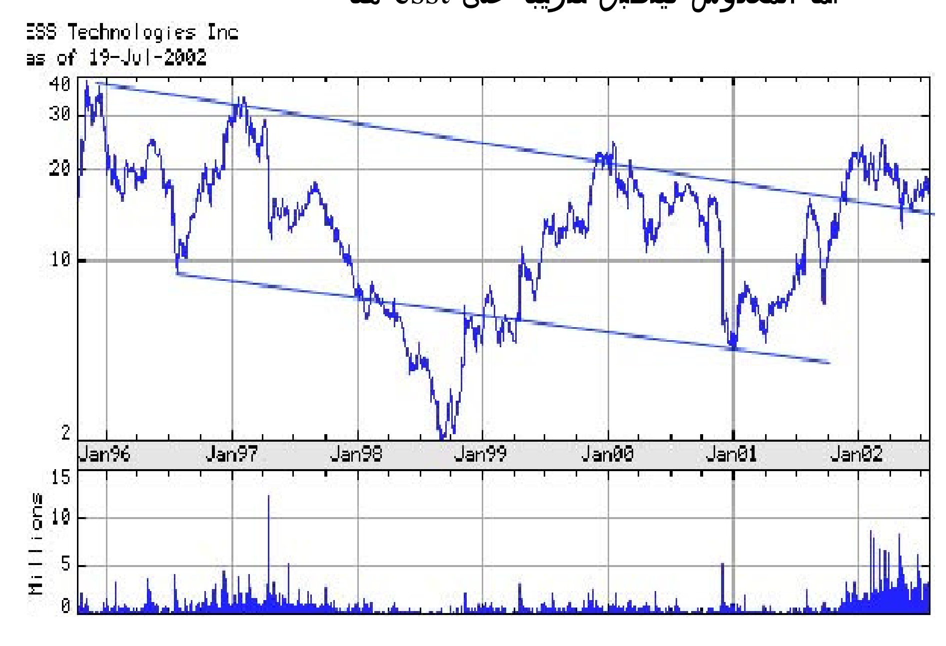
عندما يكون السهم عند نقطة الرأس فإن التداول يكون ضعيفاً وأقل مما قبل وهذا يدل على أن المشترين بدؤوا في الانسحاب وكذلك الكتف الأيمن يكون أقل مما سبق وهذا ما يجعله غير قادر على أن يتجاوز قمة الرأس.

اكتمال هذا النموذج يكون عند كسر السهم لخط الرقبة مع حجم تداول كبير. ونفس الشيء في النموذج المعكوس أو المقلوب وهو الذي يكون حدوثه غالباً في **A Dow Trend**. وهو عكس الرأس والكتفين العادي الذي يحدث في **Uptrend** من ناحية الشكل وعكسه من ناحية حالة حدوثه. ونفس الشيء في حجم التداول لأهميته حيث يكون الكتف الأيسر مصحوباً بتداول كبير وعند الرأس ينخفض التداول ويجب أن يكون عند الكتف الأيمن أقل تداولاً مما سبق. وعند كسر خط الرقبة يكون ذلك مصحوباً بحجم تداول كبير.





أما المعكوس فينطبق تقريباً على esst هنا



وبالنسبة للفترة الزمنية لتطبيق النموذج على الشارت فيمكن لأي فترة.. ممكن شارت يومي أو ساعي أو أسبوعي وممكن شارت لمدة ٥ سنوات أو سنة أو شهر وهكذا..

ومثال على ذلك فقد نرى في الشارت التالي حيث اخترنا جزءاً بسيطاً من الشارت موجود في الدائرة عمل هذا النموذج وعلى وشك أن ينطبق لولا أن السهم عكسَ وارتفع فمن شروطه أن يكسر خط الرقبة انخفاض وهذا كمّل النموذج ولكن لم يؤكده في آخر لحظة



٥ - الآسفين (الوتد) ـ Wedges

وهو النموذج الخامس وينقسم إلى قسمين **Bullish** في الشكل واحد و**Bearish** في الشكل (٢) وكلاهما مثلث ذو زاوية حادة ويختلف عما سبق من المثلثات بصفة (انحداره ـ وارتفاعه) بشكل أكبر من المثلثات السابقة.

في الشكل واحد نجد المثلثين المنحدرين وكلاهما **Bullish** إذا حدثا للسهم سواء السهم في **Uptrend** أو في **Dawn trend** فإنه مهيأ للارتفاع ويتشكل هذا النوع بكثرة في **Uptrend** .

ولكن لا يمنع أن يتشكل طبعاً في **Dawn trend**.

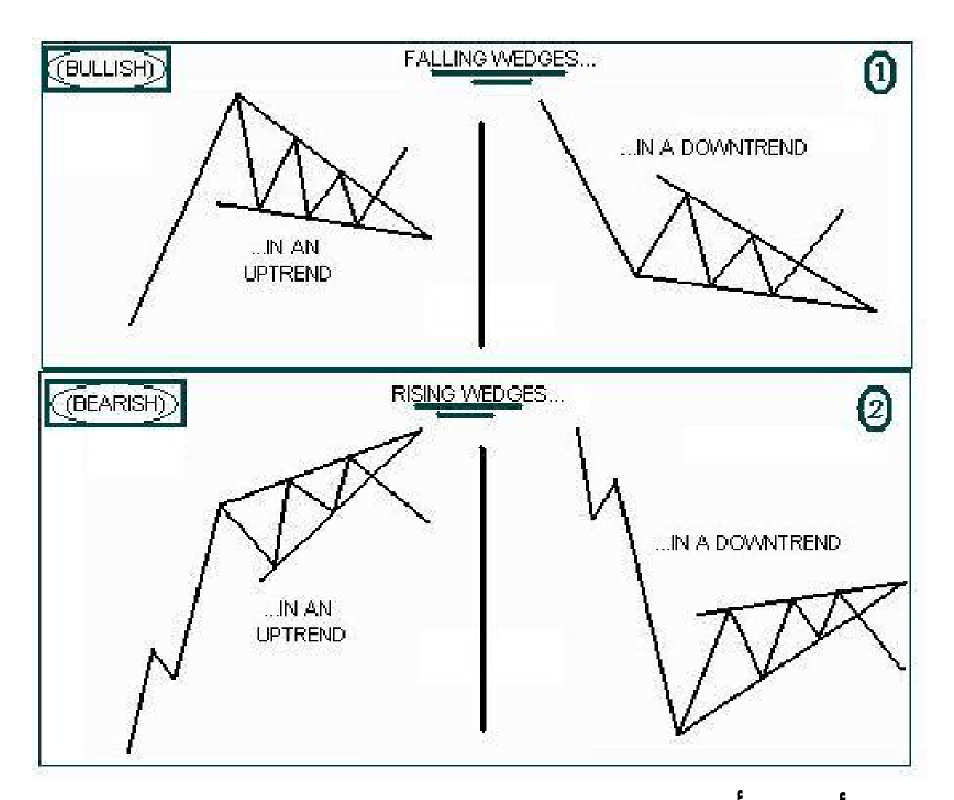
بينما في الشكل (٢) نجد المثلثين الصاعدين وكلاهما **Bearish** عند حدوثهما في السهم سواء كان **Up Trend** أو **Dawn Trend** السهم ويكون هنا السهم مهيأ للانخفاض ويتشكل عادة هذا النموذج بكثرة في السهم عندما يكون في حالة **Dawn Trend** وكذلك لا يمنع أن يتشكل في **Up Trend**.

وكلا النموذجين والنماذج السابقة هي قاعدة قد تتفق بنسبة كبيرة طبعاً ولكن يجب أن نعرف أن لكل قاعدة شواذ.

والفرق بين هذه المثلثات والمثلثات السابقة واضح جداً عند مقارنة زواياها واتجاه الأضلاع للمثلثات حيث تكون مثلثات هذا النموذج أكثر انحداراً وأكثر حدة في الارتفاع من الأنواع الأخرى التي ذكرت في الموضوعات السابقة أعلاه وكذلك الزوايا أكثر حدة.

بينما ما سبق من النماذج القريبة منهما إحدى زواياه بخط أفقي.

نموذج المثلث المتناسب في المواضيع السابقة تكون أضلاعه متناسبة وبزاوية واحدة متماثلة



٦-الأعلام وأعلام السفن ـ Flags and Pennants

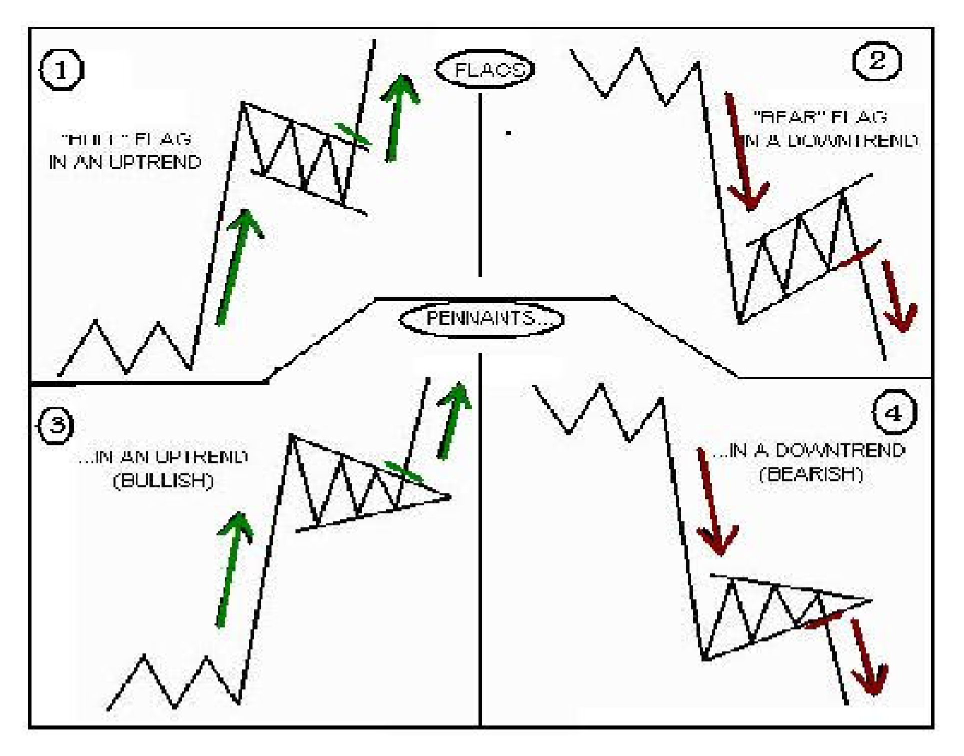
النموذج السادس وهو عبارة عن نموذج شبيه بالأعلام العادية في الشكل ١ و٢ والأعلام المثلثة وهي أعلام السفن في الشكل ٣ و٤ والتسمية أتت من شكل أعلام السفن المثلثة التي تستخدم كعلامات في السفن.

وباختصار فإن جميع النماذج الأربعة هي بمثابة استراحة بسيطة للسهم ولا تغير في مساره وتحدث عادة بعد ارتفاع كبير أو انخفاض كبير للسهم.

ودائم الدخول في السهم عندما يكسر الخطوط الموضحة في كل شكل وهي الخط الأخضر في حالة الأب ترند مع زيادة التداول، والخروج أيضاً في حال الدخول للسهم يكون عند اختراق الخط السفلي مع زيادة في التداول. لأن الأول عند كسره لأعلى يعني الاستمرار في الارتفاع مثل الشكل ١و٣، والثاني عند كسره من الأسفل لخط الترند في العلم يعني مواصلة الرحلة للانخفاض مثل الشكل ٢ و٤، وتكون هناك نماذج في المواضيع أعلاه مشابهة لها لكن الفرق هو في الارتفاع فهذه الأعلام

تكون في الأسهم التي ارتفعت بشكل كبير وبسرعة وكذلك التي انخفضت كذلك بشكل كبير وسريع وكذلك الفرق في حجم النموذج نفسه فإن نماذج الأعلام تكون أصغر في الحجم.

هذه النماذج سهلة جداً وكذلك التي ذكرت في المواضيع أعلاه وبحاجة للممارسة لها ومتابعة ومع الزمن سوف تجد نفسك تعرف إلى أين يتجه السهم بمجرد نظرة للشارت وسوف تجد صعوبة نوعاً ما في تطبيقها ولكن مع الزمن كذلك ومتابعة الشارتات سوف يكون ذلك سهلاً جداً.



٧-المستطيلات - Rectangles

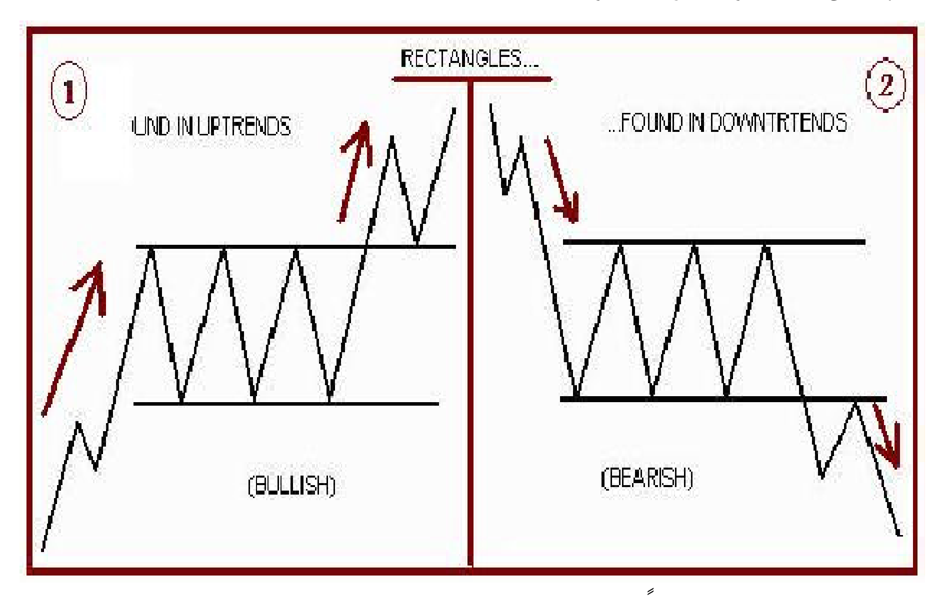
وهو عبارة عن خطين متوازيين يشكلان مستطيلاً إحدهما خط دعم والآخر مقاومة وتكون حركة السهم بينهما **Range** معين محصور بين هذين الخطين.
وكذلك فإن هذا النموذج دائماً لا يغير في الاتجاه الأساسي..... أي أنه يشكل

استمرارية **Trend** الأساسي غالباً...... أي أن السهم إذا كان في النزول أو **Dawn Trend** فإن الشكل ٢ ينطبق عليه وعادة السهم يواصل هبوطه.

بينما الشكل واحد يتمثل في **Up Trend** وكذلك يواصل السهم ارتفاعه دائماً ولتأكيد الارتفاع أو الهبوط يكون بكسر أحد هذين الخطين مع ارتفاع ملحوظ في التداول. وبعدها إذا كسر السهم الدعم فإنه سوف ينخفض لتأسيس نقطة دعم جديدة

ونفس الشيء فإنه إذا كسر نقطة المقاومة يتجه لتأسيس نقطة مقاومة جديدة له وغالباً النقاط الجديدة بنفس الفرق للرنج نفسه السابق المحصور بين الخطين

والأفضل تطبيق هذا النموذج على الشارت اليومي وفترة أكبر من ٢٠ يوماً أو أشهر حتى ١٠ سنوات أو ٥ سنوات.



وقد حصل ذلك سابقاً في النازداك ونود أن نوضح نموذج الدبل بوتوم **Double Bottom**.

وهو عبارة عن نموذج انعكاسي يحدث في الشارت عند النزول في الداون ترند وهو عكس الدبل توب والذي يحدث عند الارتفاع

وهـو انعكاسـي لأنـه يعكـس الاتجـاه... أي هـو نقطـة تحـول مـن الأب ترنـد إلى الداون وإذا كان الشارت في الداون يعكس اتجاهه للأب ترند

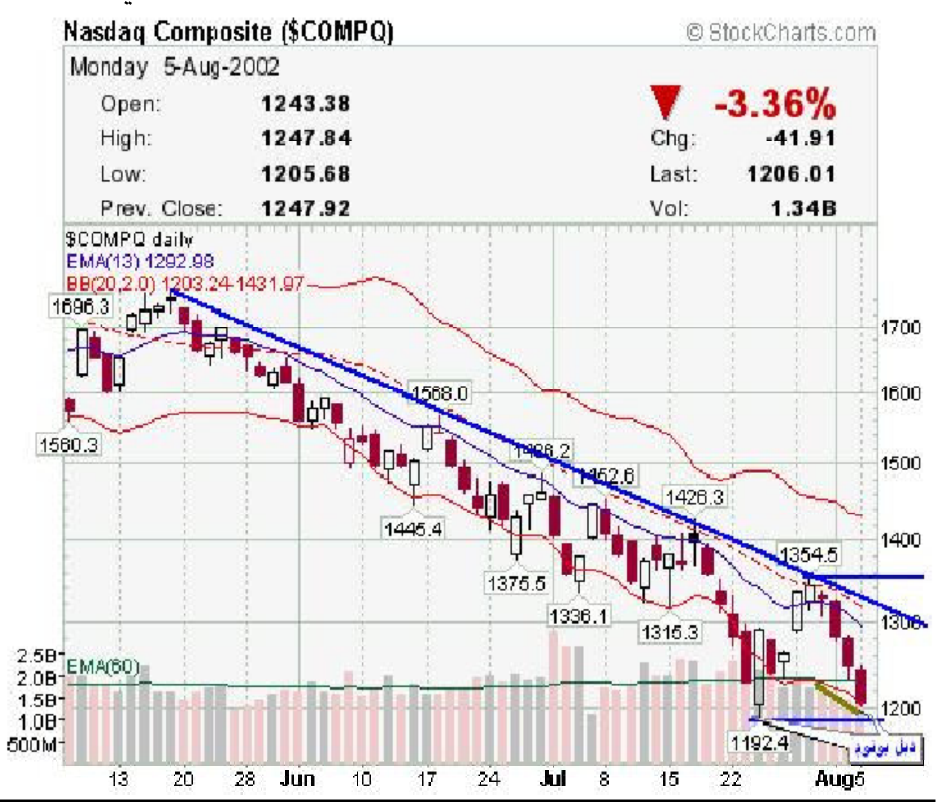
وفي هذا النموذج يكون حجم التداول كذلك مهم بحيث يرتفع وبشكل سريع مع ارتفاع أو عمل **Cape Up** أحياناً عند الافتتاح

ولكن هذا النموذج يكون تطبيقه على شارت لا يقل عن شهر بين الانخفاض الأول والثاني بينما هنا الناسداك مختلف عنه وقد ينطبق عليه فلا يمنع ذلك

بينما لو حدث ذلك الارتفاع عند نقطة ١١ سبتمبر فسوف يكون ذلك مؤكد.



لذلك الآن نقطة ١١ سبتمبر صارت مقاومة قوية يصعب كسرها وهي ١٣٧٨



حجم التداول Volume:

تعتمد هذه النماذج في البيع والشراء أو إبقاء السهم على حجم التداول عند نقاط محددة عند كسر دعم في نموذج معين أو كسر مقاومة في نموذج معين.

حجم التداول هو الوقود الذي يعطي دافع لسرعة الارتفاع والانخفاض.

وعلينا أن نذكر أولاً كيف يتم حسابه في بورصة نيويورك والناسداك فهما مختلفتان.

عند إتمام عملية بيع ألف سهم مثلاً فإن أمام البائع للألف سهم يوجد مشتري لألف سهم. ففي نيويورك تحسب العملية كتداول ١٠٠٠ سهم بينما هذه العملية تحسب في الناسداك كتداول ٢٠٠٠ سهم.

وإن المهتمين بحجم التداول يجب أن يكونوا ملمين أو مهتمين اهتماماً كبيراً بمؤشر **OBV** ويوجد طريقة معينة للتعامل مع هذا المؤشر.

وأحد أسرار التعامل مع هذا المؤشر وجميع المؤشرات الأخرى يكمن في الدفيرجنس(**Divergence**) وهو الانحراف والتباعد السلبي والإيجابي بين المؤشرات جميعها.

وتعني الدفرجنس معاكسة المؤشرات لاتجاه السهم أي أن السهم يرتفع ومؤشر **OBV** أو الماكد مثلاً أو ستوك استيك أو حتى الموفنغ افرج مثلاً ٥٠ يوم أو غيره ينخفض أو العكس مثلاً بحيث السهم ينخفض والمؤشرات ترتفع، ومنها نوعين للدفرجنس الإيجابي والسلبي.

الإيجابي يكون عندما يتجه المؤشر مع السهم والسلبي هو المعاكس للسهم.

وليس فقط الاتجاه وإنما النقاط المسجلة في المؤشر.

ونعود لحجم التداول مثل ما قلنا هو الوقود للسهم فعند الارتفاع أو الانخفاض كلما اشتد أو زاد حجم التداول كلما كانت مواصلة الارتفاع ممكنة.

بينما عند كسر النقاط في هذه النماذج إذا كان ذلك بحجم تداول أكبر فيعني الاستمرار في الارتفاع أما إذا كان بحجم تداول قليل فيعني أن الارتفاع ضعيف.

ونفس الشيء في الانخفاض فالسهم عند انخفاضه بحجم تداول كبير فهذا مخيف جداً وممكن مواصلة هذا الانخفاض إلى أن يبدأ حجم التداول بالانخفاض

وهو ما يحدث دائماً عند نقاط الدعم والمقاومة فإن الملاحظ عليها أو الذي يجب أن يلاحظ في هذه الحالة هو حجم التداول.

أي أن التركيز يجب أن يكون على حجم التداول عند وصول السهم لدعم أو مقاومة، ولكن يختلف ذلك في حالتين وهما حالة الأب ترند والداون ترند.

السهم إذا كان بصفة عامة أب ترند...... أي أن الموجة الكبيرة هي أب ترند بالتأكيد يتخللها انخفاضات وفي هذه الانخفاضات يجب أن يقل التداول فيها عن الأيام التي يرتفع فيها السهم.

أما الحالة الثانية وهي السهم عندما يكون الداون ترند فإن في كل انخفاض يكون التداول أكثر منه في الارتفاعات لأن السهم أصلاً يتجه في موجته الكبيرة للانخفاض إذا حدث غير ذلك فإن هذا يعني أن هناك أمر ما قد يعني انعكاس الترند أو الترند يفقد قوته سواء في الارتفاع أو الانخفاض وهنا تكون المتابعة.

ومعرفة الارتفاع القوي أو الضعيف وكذلك الانخفاض القوي أو الضعيف يكون بمقارنة حجم التداول فإذا كان هناك انخفاض حدث لسهم معين وكان كبيراً...... أي أن السهم انخفض أكثر من ١٠ أو ٢٠ بالمائة ولكن بتداول أقل نسبياً فإن هذا الانخفاض ضعيف...... أي أنه قد لا يستمر ومؤشر الـ **OBV** وإتقان استخدامه سوف يكون كافياً لمتابعة التداول فهو يعطي خلاصة هذه النقاط تقريباً ومن مميزات المؤشرات أنها تفيد في أمور فنية كثيرة وهي جميعاً أساساً تعتمد على السعر وحجم التداول والمدة.

المبحث الثالث

الشـــــموع اليابانية

Japanese Candlesticks

"اسقط سبع مرات، انهض

ثماني"

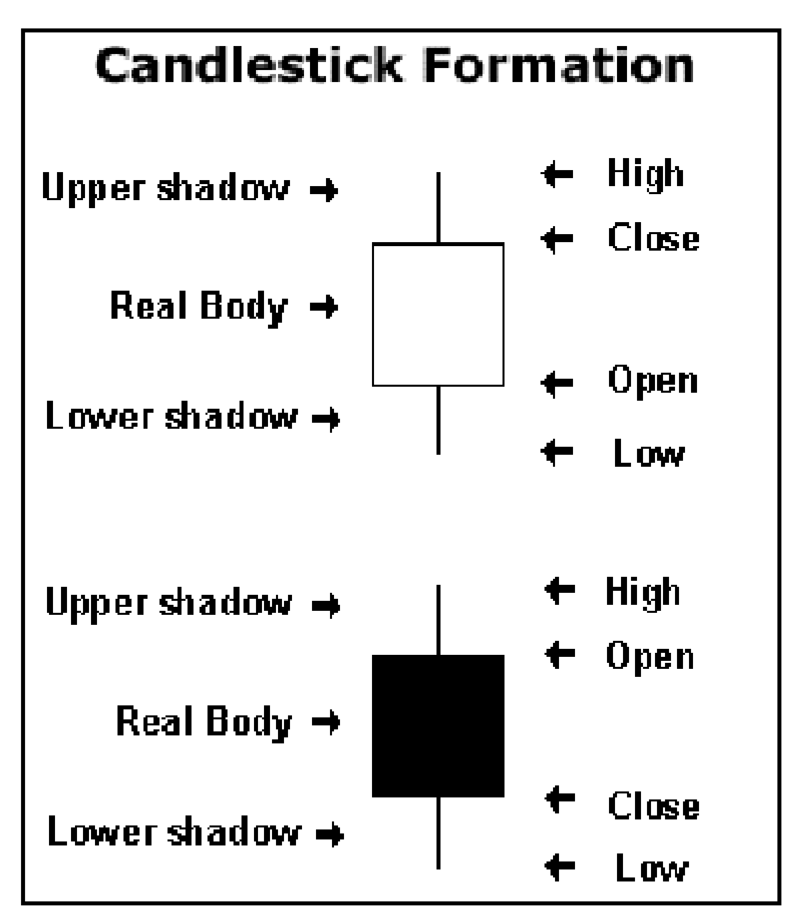
مثل ياباني

لقد أثبت الشموع اليابانية بمرور السنوات، أنها أداة من أدوات التحليل الفني الناجحة التي تساعد المستثمرين والمضاربين على تحقيق معدلات أرباح مرتفعة. فهي تمتاز عن العديد من الطرق الغربية التقليدية بقوتها في التحليل وقراءة نفسية المتعاملين بالأسواق، وبقدرة عالية على التنبؤ الصحيح لمسار الأسعار في المستقبل.

الشموع اليابانية هي نوع من التحليل الفني يعتمد على رسم علاقة بين التغير في سعر السهم والتغير في الزمن، الخط الرأسي يمثل التغير في السعر والأفقي يمثل التغير في الزمن، ينتج عن هذا المنحنى ظهور أعمدة تشبه الشموع ولذلك تسمى الشموع اليابانية لأن أول من استخدم التحليل الفني هم اليابانيون في مضاربات الأرز منذ أكثر من ثلاثمائة عام، أطلقوا عليه تداول" السلاسل الخاوية" ببورصة الأرز بمدينة دوجيما.

فإن الشموع اليابانية **Japanese Candlesticks**ما هي إلا طريقة لقراءة حالة العرض والطلب وقياس قوة كل منها بالأسواق.

وتمتاز هذه الطريقة في رسم المنحنيات أنه يمكنك، من الرسم، معرفة معلومات كثيرة جداً كما سنعرف بعد ذلك أن كل شمعة تمثل مدة من الزمن قد تكون ١٠ دقائق أو ١٥ دقيقة أو يوم كامل حسب اختيار المدة الزمنية للمنحني وتتكون كل شمعة من ثلاثة أجزاء مهمة هي:



الجسم الحقيقي للشمعة (Real body) ويتكون من خطين علوي وسفلي، أحدهم يمثل الافتتاح والآخر يمثل الإغلاق، المقصود بالافتتاح هو السعر الافتتاحي للسهم في بداية هذه الفترة الزمنية التي تمثل هذه الشمعة وكذلك الإغلاق يمثل سعر الإغلاق للسهم في آخر هذه الفترة التي تمثل هذه الشمعة.

إذا كان سعر الافتتاح لهذه الشمعة أقل من سعر الإغلاق يعني أن السعر بدأ قليلاً ثم بدأ في الزيادة وأقفل على زيادة يكون لون جسم الشمعة أبيض والعكس إذا كان الإغلاق أقل من الافتتاح لهذه الشمعة يكون لونها أسود.

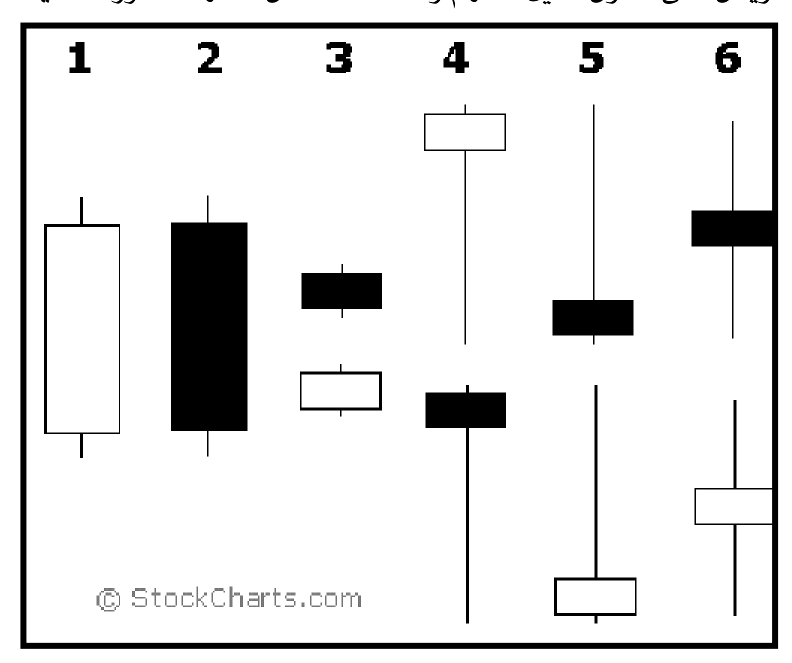
في بعض المنحنيات المرسومة في مواقع يكون لون الشمعة الأبيض أخضر ولون الشمعة الأسود أحمر.

لاحظ أننا نتكلم عن الأفتتاح والإغلاق لكل الشمعة وليس للسهم نفسه إلا إذا كانت الشمعة تمثل يوم كامل للتداول فإن الإفتتاح والإغلاق يمثل بداية التعامل ونهاية التعامل في هذا اليوم.

الجزء الثاني وهو الظلال **Shadows** وتنقسم إلى خط علوي **Upper Shadow** يمثل أعلى سعر وصل له السهم خلال هذا الفترة ونطلق عليه **Upper Shadow** أو الرأس تجاوزا لأننا سوف نحتاج إليه بعد ذلك ولذلك نختصر الاسم إلى رأس الشمعة.

الخط السفلي يمثل أقل سعر وصل له السهم في هذه الفترة ونطلق عليه **Lower Shadow** أو الرجل من الأرجل تجاوزاً.

بعد رسم هذه الشموع تظهر لنا عدة أشكال للشموع وكل شكل له مواصفات معينة ويدل على تداول معين للسهم وهذه الأشكال تمثلها الصورة التالية:



أنواع الشموع الفردية التي تكون من شمعة واحدة:

الشمعة الطويلة البيضاء **Long White Candle** تتميز بالآتي:

سعر الافتتاح أقل من الإغلاق يعني أن السعر بدأ بسعر ثم ازداد خطي إغلاق على ارتفاع كبير

تدل على حجم تداول عالي جداً للسهم خلال هذه الفترة.

تدل على أن المشترين للسهم مسيطرون على التداول يعني هناك تجميع وشراء بكمية كبيرة للسهم أدى إلى رفع السعر والإغلاق على ارتفاع كبير جداً.

وجود رأس عليا للشمعة تمثل أعلى سعر ورجل تمثل أقل سعر في هذه الفترة ولكن الرأس والرجل طول كل منهما ليس كبير دليل على أن السعر لم يعلُ كثيراً عن سعر الإغلاق ولم ينزل كثيراً عن سعر الافتتاح دليل على تداول منتظم للسهم وعلى أن المشترين مسيطرون على التداول ويدفعوا بالسهم للارتفاع من أول الشمعة إلى آخرها.

هذه الشمعة تدل على وجود السوق في حالة **bullish** صعود ولكن هذا يحتاج إلى تأكيد بعلامات أخرى مثل ظهور هذه الشمعة بعد هبوط حاد للسهم أو ظهورها عند نقطة دعم للسهم كل هذا مجتمعاً يشير إلى قرب صعود السهم وهذا موضوع آخر.

الشمعة الطويلة السوداء **Long white candle**:

وهي عكس الشمعة السابقة في كل شيء يعني:

- سعر الافتتاح أعلى من الإغلاق يعني انهيار السهم وهبوطه بشدة وإغلاق على انخفاض.
- البائعون للسهم مسيطرين على التداول وأدى كثرة البيع إلى انخفاض السعر.
- تداول السهم منتظم وهناك إصرار من البائعين على تخفيض السعر حتى نهاية التداول لهذه الشمعة.
- الرأس والرجل قصيران دليل على أن السعر لم ينزل عن سعر الإغلاق ولم يرتفع عن سعر الافتتاح إلا بنسبة قليلة.

- هـذه الشـمعة تـدل علـى وجـود السـوق في حالـة **bearish** ولكـن تحتـاج إلى علامات أخرى مساعدة.

الشمعة القصيرة **Short candle** تتميز بالآتي:

أهـم شـرط لهـذه الشـمعة أن يكـون جسـمها صـغيراً والـرأس والرجـل متسـاويين وقصيرين وهذا من أهم شروطها التي تفرقها عن شمعة الدوجي التي ستأتي بعد ذلك.

- جسـمها قصـير دليـل علـى تـداول ضـعيف علـى السـهم وأن المشـترين والبـائعين لـن يسـتطع أي واحـد منهمـا أن يسـيطر علـى تـداول السـهم لـذلك لم يتحـرك السـعر كثيراً.

الـرأس والرجـل قصـيران لأن السـعر لم يهـبط أو يرتفـع عـن الإغـلاق والافتتـاح كثيراً.

- ينطبق عليها نفس الكلام الموجود في الشمعة الطويلة ولكن الفرق الوحيد هـو حجم التداول على السهم وعدم قدرة أي واحد في التغلب على الثاني.
- لذلك في الشمعة البيضاء تغلق على ارتفاع بسيط والشـمعة السـوداء يغلـق السـهم على انخفاض بسيط.
- الشـمعة الرابعـة تتكـون مـن شـكلين: الأولى: لونهـا أبـيض وتسـمى **hammer** والثانية: لونها أسود وتسمى **hanging man**:

Hammer أو المطرقة:

تتميز بالآتي:

- جسـمها قصـير لونـه أبـيض ورأسـها قصـير ورجلـها طويلـة بمقـدار ضـعف الجسـم وهذه شروطها للتفريق بينها وبين الأشكال الأخرى.

مـن شـكلها يتـبين الآتـي: جسـمها قصـير أبـيض دليـل علـى أن السـعر زاد عـن الافتتاح وأغلق على ارتفاع ولكنه ارتفاع بسيط.

رأسـها قصـير دليـل علـى أن السـعر لم يرتفـع كـثيراً عـن سـعر الإغـلاق يعـني الـ **high** للسعر الذي حدث خلال التداول كان قريب جداً من سعر الإغلاق.

رجلها طويلة جداً دليل على أن البائعين سيطروا على التداول في البداية حتى انخفض السعر إلى هذا الحد ثم سيطر المشترون واشتروا كميات كبيرة حتى رجع السعر إلى سعر الافتتاح مرة أخرى.

هذه الشمعة تحدث دائماً بعد هبوط للسهم لذلك تشير كثيراً إلى وجود نقطة دعم وانتظار صعود عكسي للسهم وهذا الفرق بينها وبين **hanging man**.

Hanging man الرجل المشنوق:

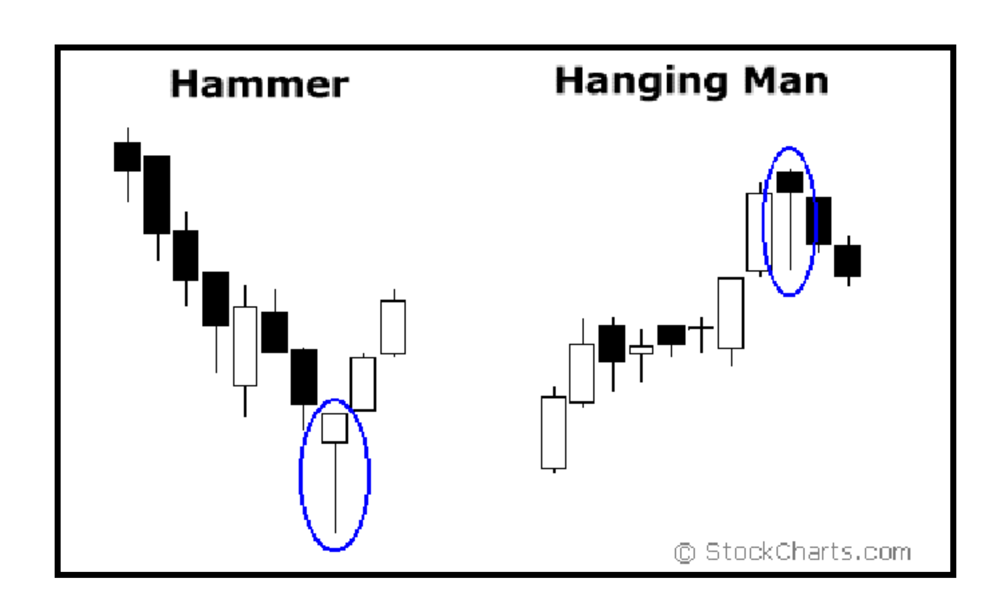
تتميز بالآتي:

جسمها قصير لونه أسود دليل على أن السعر بدأ عالياً ثم انهار وأغلق على انخفاض ولكنه بسيط.

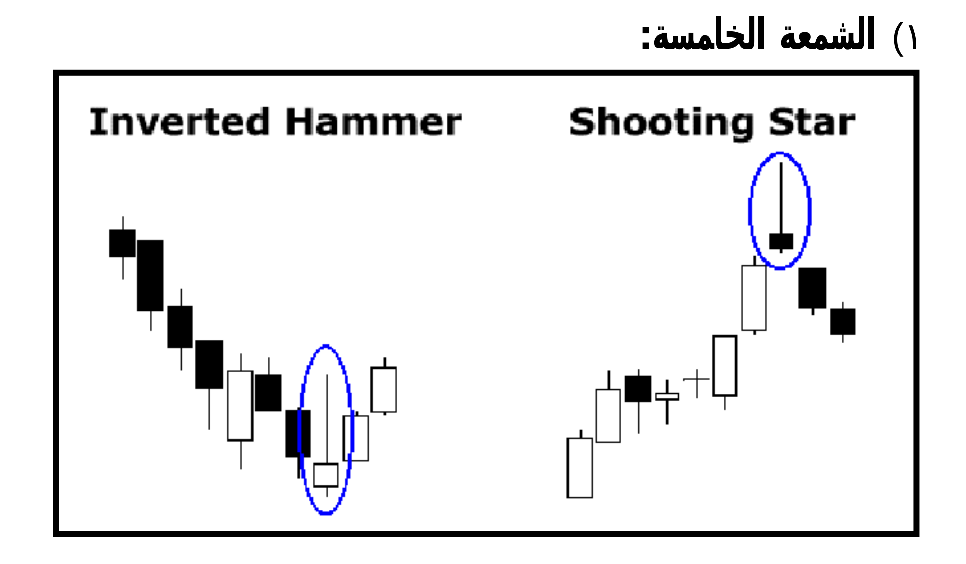
الرجل والرأس نفس الكلام الموجود في المطرقة من حيث الأطوال ولكن التفسير يختلف.

هذه الشمعة تبين أن البائعين يسيطرون على السهم وباعوا حتى نزل إلى السعر الذي تبينه الرجل ولكن المشترين عادوا وسيطروا على السهم ورفعوه ولكن لم يستطيعوا الوصول إلى سعر الافتتاح لذلك تشعر أن البائعين حاصل لهم بعض الإحباط عكس المطرقة، إذ استطاعوا فيها رفع السعر مرة أخرى إلى سعر الافتتاح.

لذلك هذه الشمعة تشير إلى قرب حدوث انهيار للسهم وأنه وصل إلى نقطة مقاومة ولذلك هي لا تحدث إلا بعد صعود واضح للسهم وهذا هو الفرق بينها وبين المطرقة.



١) الشمعة الخامسة:



الشمعة الخامسة: وتتكون من شكلين:

الأول: أسود ويُسمى **Shooting star**

الثانية: أبيض ويُسمى **inverted hammer**:

Shooting star النجم الساقط أو الشهاب:

يتميز بالآتي:

- جسم صغير دليل على تداول ضعيف للسهم ولون الجسم أسود دليل على أن السعر هبط عن سعر الافتتاح ولكنه هبوط بسيط.
- لاحظ أن الرأس طويلة جداً دليل على أن إلهاي (**High**) عالي جداً للسهم ولكن البائعين استطاعوا السيطرة على التداول وتنزيل السعر من هذا الارتفاع إلى سعر أقل من سعر الافتتاح وهو سعر الإغلاق، وهذا يبين وجود سيطرة رهيبة للبائعين ولديهم النية لأن يتخلصوا من هذا السهم.

لذلك هذه الشمعة تحدث غالباً بعد صعود للسهم أو شمعة بيضاء طويلة وعلى حسب الكلام السابق من تمكن البائعين فإنه دائماً يحدث هبوط مفاجئ بعد هذه الشمعة وتعتبر هذه الشمعة نقطة مقاومة للسهم.

Inverted hammer المطرقة المقلوبة:

تتميز بالآتي:

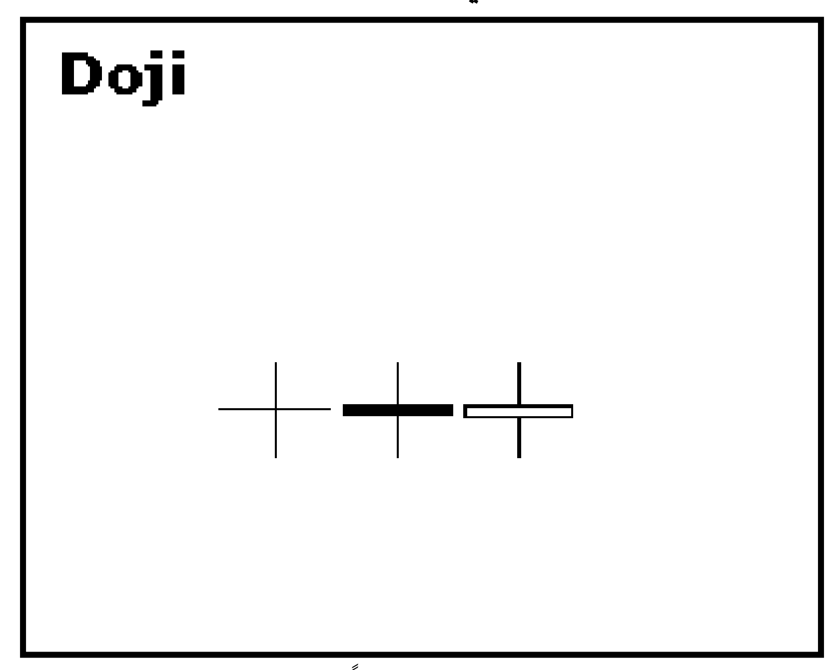
- جسم صغير دليل على تداول ضعيف ولون الجسم أبيض دليل على أن السعر ارتفع عن الافتتاح ولكن الزيادة ليست كبيرة.
- الرأس طويل جداً دليل على أن إلهاي (**High**) للسهم وصل إلى ارتفاع كبير وضغط عليه البائعون لتنزيله ولكنه قاوم هذا التنزيل واستقر عند سعر إغلاق أعلى من سعر الافتتاح.

إذاً هذا السهم يرفض الهبوط ومصمم على الصعود لذلك غالباً ما يحدث بعده صعود مفاجئ للسهم شرط حدوث هذه الشمعة بعد هبوط حاد للسهم وتعتبر هذه الشمعة في هذا المكان نقطة دعم للسهم.

نلاحظ الفرق بين الشكلين: فالنجم يتكون بعد صعود ملحوظ للسهم وغالباً عند نقطة مقاومة خاصة بالسهم ويحدث بعده هبوط مفاجئ للسهم.

والمطرقة المقلوبة تتكون بعد هبوط ملحوظ للسهم وغالباً عند نقطة دعم للسهم ويحدث بعدها صعود مفاجئ للسهم.

الشمعة السادسة doji دوجي:



تتميز هذه الشمعة بأن جسمها صغير جداً قد يكون خط مستقيم وذلك لأن سعر الافتتاح يكون نفس سعر الإغلاق أو أعلى أو أقل من سعر الإغلاق ولكن بنسبة صغيرة جداً.

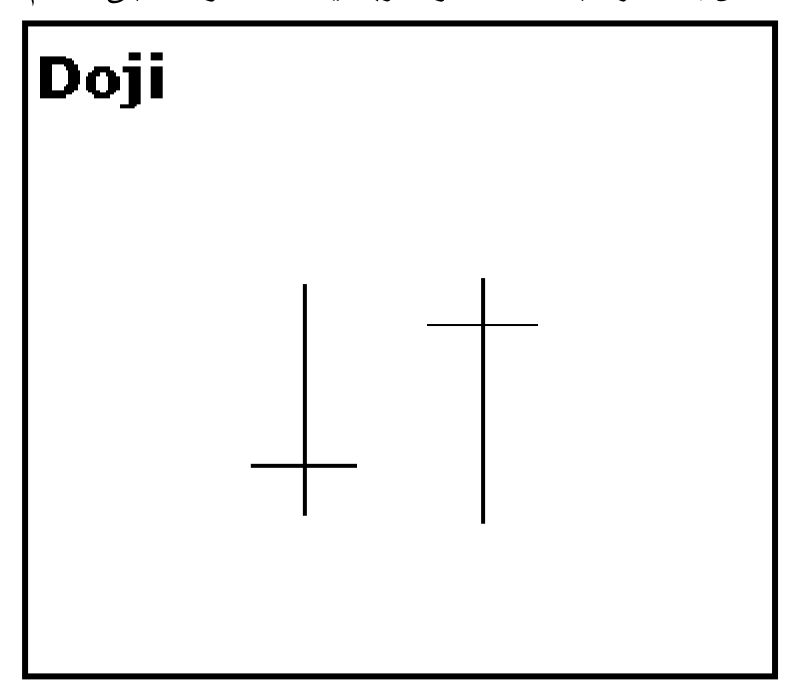
تتميز بأن الظلال الخاصة بها تكون طويلة جداً أضعاف طول الجسم وهذا ما يفرقها عن الشمعة الصغيرة التي يكون جسمها صغيراً ولكن ظلالها أقصر من طول جسمها.

هذه الظلال الطويلة التي تميز هذه الشمعة تدل على حيرة المتعاملين وعدم قدرة كل من المشترين والبائعين على السيطرة على السهم لذلك ينتهي التعامل بسعر مساوي لسعر الافتتاح.

ترجع أهمية هذه الشمعة لإظهارها هذه الحيرة في التعامل الصغير وهذا الجسم الصغير جداً لأنها لو أتت مثلاً بعد شمعة بيضاء طويلة فهذا دليل على توقف حركة

الشـراء الكـبيرة علـى هـذا السـهم وبدايـة فـترة مـن الضـعف والحـيرة تنتهـي بحـدوث مفاجأة في التعامل.

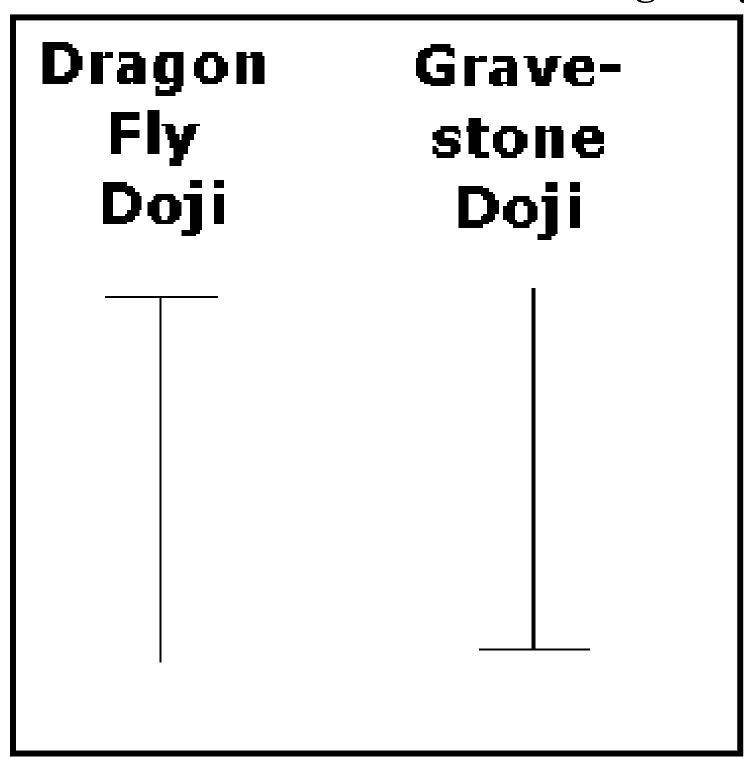
والعكس إذا ظهرت بعد شمعة سوداء ربما يحدث صعود مفاجئ للسهم.



تظهر هذه الشمعة بعدة أشكال من أهمها: علامة الجمع (+) والصليب المقلوب.

وهذه الأشكال ينطبق عليها التفسير السابق من حيرة المتعاملين وتوقف حركة التعامل ولكن هناك أشكال أخرى منها:

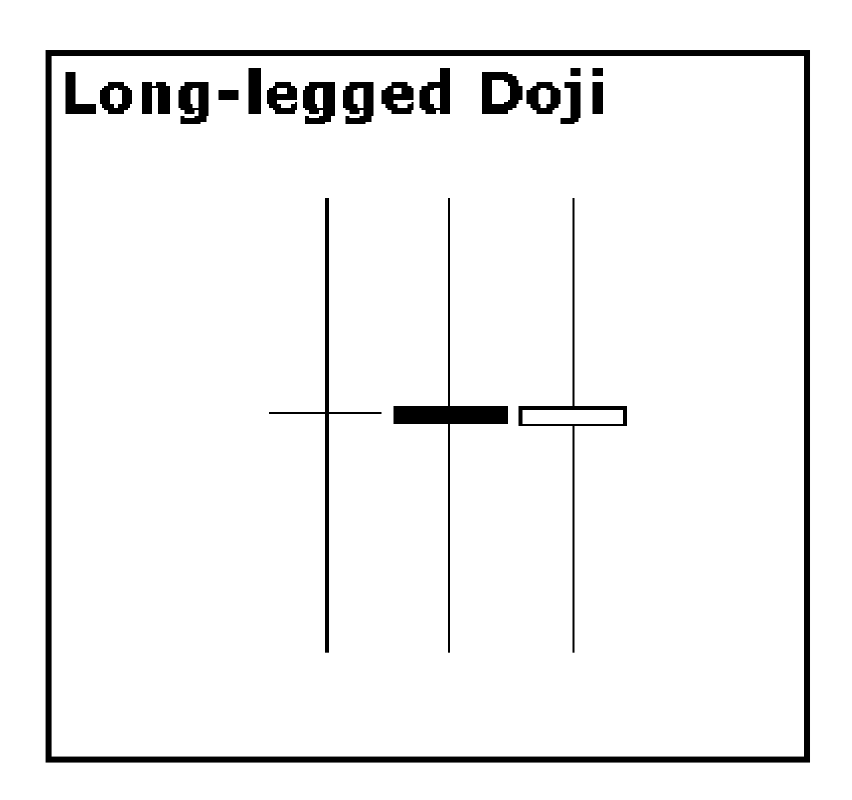
:Dragon fly doji



هذه الشمعة تدل على حدوث كمية بيع كبيرة أدت إلى هبوط هذا السهم إلى هذا الحد ولكن المشترين اشتروا كمية كبيرة من السهم مما أدى إلى عودته مرة أخرى إلى سعر الافتتاح يعني هذه الشمعة تدل على ضعف التعامل ولكن المشترين مسيطرون ولذلك لو ظهرت عند نقطة دعم للسهم معناه صعود مفاجئ لأن هناك عدد كبير من المشترين مستعدين للتضحية وإنقاذ هذا السهم.

:Doji gravestone

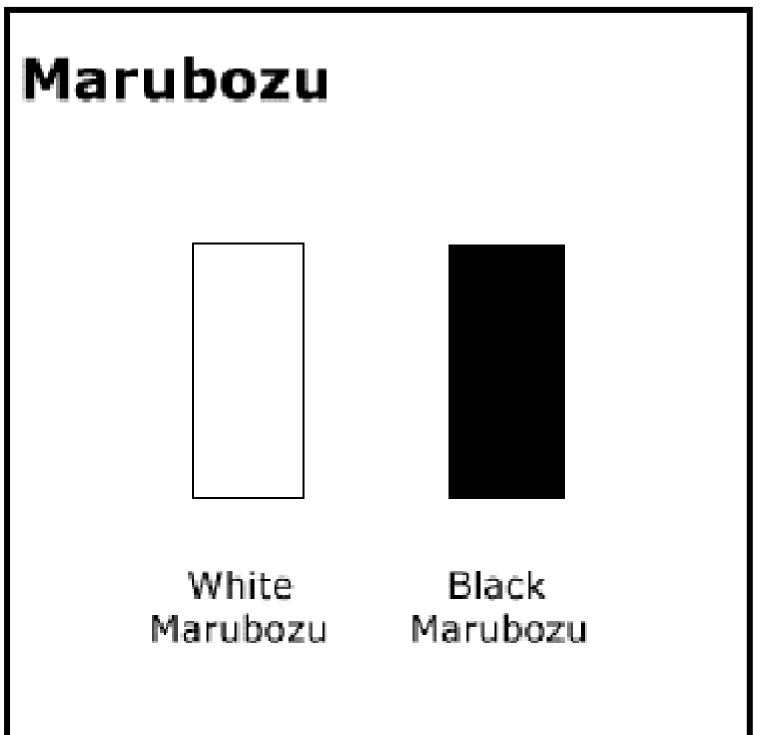
هذه الشمعة تدل على حدوث شراء كبير للسهم أدى إلى رفعه إلى هذا الحد الذي يمثله هذا الرأس ولكن البائعين أعادوه إلى سعر الافتتاح مرة أخرى يعني أن هذه الشمعة تدل على ضعف التعامل ولكن البائعين مسيطرون لذلك لو ظهرت عند نقطة مقاومة للسهم ننتظر مصيبة سوف تحدث بعد ظهورها.



:Long legged doji

هـذه الشـمعة لهـا أرجـل طويلـة جـداً دليـل وجـود تذبـذب عـال جـداً في التعامـل واكتئـاب المتعـاملين مـع السـهم لدرجـة أن السـهم يعـود مـرة أخـرى إلى سـعر الافتتـاح وتعتـبر هـذه الشـمعة مـن الأشـكال الواضـحة جـداً للـدوجي والـتي يطبـق عليهـا التفسيرات السـابقة بدون تداخل مع أي شموع أخرى.

٢) الشمعة السابعة MARUBOZU:



هذه الشمعة عبارة عن شمعة بيضاء أو سوداء طويلة جداً ولكن ليس لها رأس أو أرجل.

يعني ليس لها أي ظلال ومنها نوعان:

المربوز الأبيض ويدل على أن المشترين سيطروا على السهم من أول الافتتاح إلى الإغلاق ولم يتردد أي واحد منهم في الشراء والمربوز الأسود ويدل على أن البائعين سيطروا على السهم سيطرة كاملة

وهذه الشمعة تظهر في المنحني الخطي العادي على شكل خط مستقيم متجه من نقطة الافتتاح إلى نقطة الإغلاق وغالباً ما يحدث ذلك عند وصول أخبار قوية جداً عن السهم.

فلو كانت هذه الأخبار جيدة ظهرت هذه الشمعة البيضاء (المربوز الأبيض) وإذا كانت الأخبار سيئة ظهرت الشمعة السوداء (المربوز الأسود) والتي تظهر على شكل خط مستقيم متجه من الافتتاح إلى أسفل.

وهذه كانت آخر شمعة من الشموع الفردية التي تكلمنا عنها وأسماؤهم كانت كالتالي:

الشمعة الطويلة البيضاء

الشمعة الطويلة السوداء

الشمعة القصيرة البيضاء والسوداء

المطرقة والرجل المشنوق

المطرقة المقلوبة والشهاب

الدوجي بأنواعه

المربوز البيض والسود

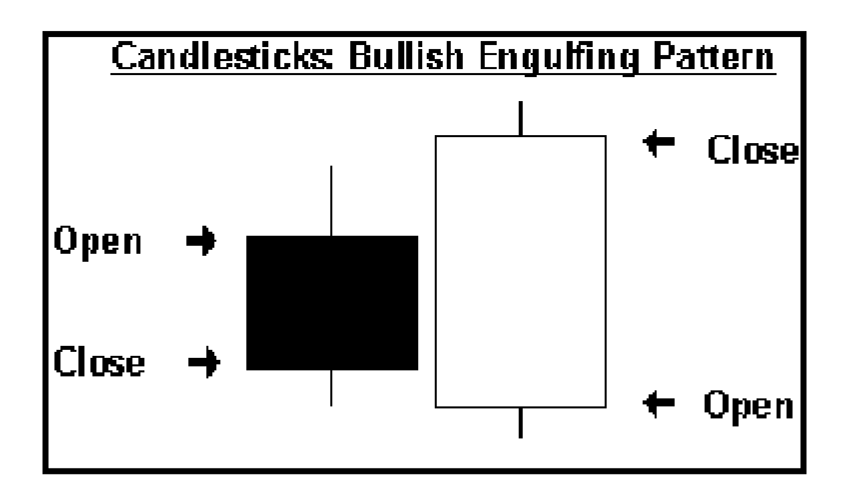
بعد ذلك نتكلم عن الشموع المركبة وهي التي تتكون من أكثر من شمعة متجاورة مع بعض وهي.....

الشموع المركبة

هي الشموع التي تتكون من أكثر من شمعة متجاورة مع بعضها ومن هذه الشموع:

البلاعة Bullish engulfing

سميت هذه الشمعة بهذا الاسم لأن ظهورها يدل على احتمال حدوث صعود للسهم ولأن من أهم شروطها أن الشمعة الثانية تبتلع الشمعة الأولى وتحتويها لذلك سميت البلاعة أو البالعة.



تتكون هذه الشمعة كما بالصورة من:

شمعة سوداء صغيرة والتي تدل على هبوط سعر السهم عن سعر الافتتاح ووجود كميات بيع كبيرة للسهم ولا يشترط في هذه الشمعة أن تكون قصيرة جداً أو متوسطة المهم أنها لا تشبه شمعة الدوجي.

الشمعة الثانية هي شمعة بيضاء طويلة وأهم شروطها أن يكون افتتاحها أقل من إغلاق السوداء وإغلاقها أعلى من افتتاح السوداء يعني أطول منها من الناحيتين يعني بلعتها.

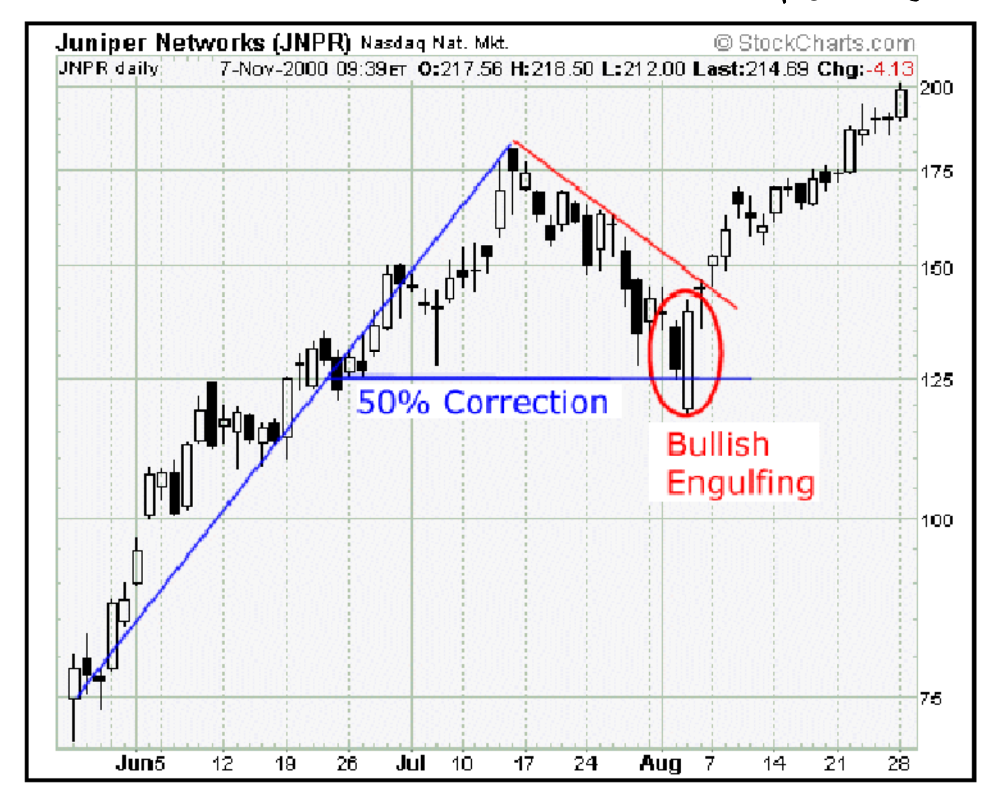
وتفسير هذه الشمعة المركبة أن الشمعة السوداء تدل على تداول ضعيف جداً على السهم وسيطرة البائعين ثم ظهرت البيضاء التي بدأت بهبوط السهم عن سعر إغلاقه أمس ثم صحح وضعه وعاد لسعر الإغلاق ثم بدأ في الزيادة حتى وصل إلى ارتفاع أعلى من سعر افتتاح أمس الموجود في السوداء.

وهذا دليل على كميات شراء كبيرة للسهم وأن المشترين ينوون أن يرفعوا هذا السهم في الأيام التالية ولذلك فهي تدل على احتمال كبير للصعود في تداول هذا السهم.

طبعاً هذا الكلام إذا كانت كل شمعة منهم تدل على تداول يوم كامل للسهم يعني زمنها يوم تداول كامل.

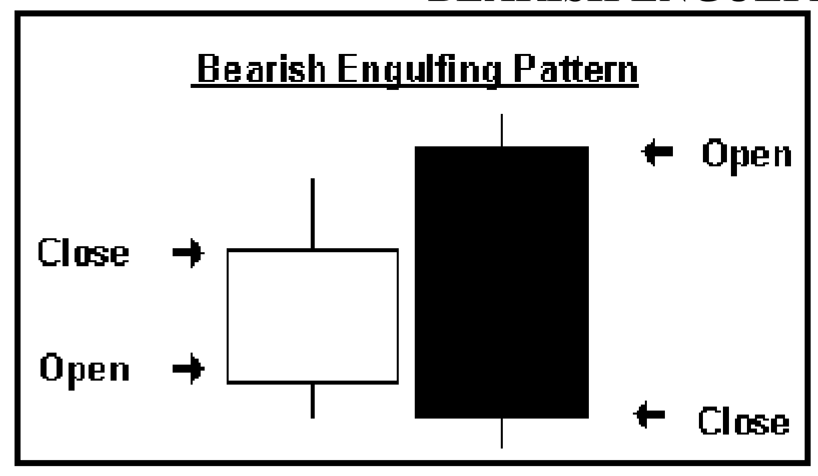
الظريف أن هذه الشمعة تدل على طريقة معروفة للمضاربة تكلم عنها الحربي وأحمد علي وهي **gap down** يعني الشمعة البيضاء بدأت بهبوط ثم عدلت نفسها وعادت إلى سعر الإغلاق والطريقة تقول لو ارتفع السهم عن سعر الإغلاق بعد عودته من الهبوط بحوالي ١٠ سنت مثلاً "اشتري فيه لأنه ناوي يطير"

وهذا مثال لهذه الشمعة:



الشمعة المركبة الثانية

BEARISH ENGULFING



هذه الشمعة هي صورة عكسية للشمعة السابقة وتتكون من:

شمعة بيضاء صغيرة تليها شمعة سوداء كبيرة. الشمعة البيضاء تدل على تداول أي إلى رفع السعر وأن سعر الإغلاق أعلى من سعر الافتتاح.

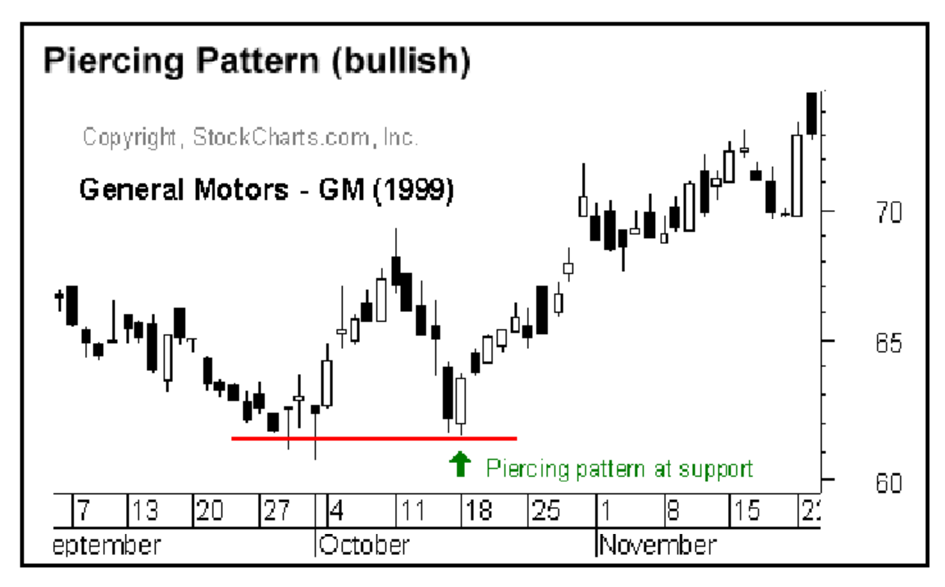
الشمعة السوداء الكبيرة دليل على افتتاح أعلى من إغلاق أمس ثم بدأ السهم ينهار حتى أغلق على سعر أقل من سعر الافتتاح لأمس.

من الشمعة يظهر أن التداول لأعلى كان صغيراً ولكن التداول لأسفل كان كبيراً جداً وتمثله الشمعة السوداء وهذا يبين سيطرة البائعين ونيتهم في تخفيض هذا السهم.

كل هذا يعطي توقعاً بالهبوط الذي سيحدث في الأيام التالية ولكن هذه الشمعة تحتاج إلى مؤشرات أخرى مساعدة حتى تدل على هذا الهبوط وإلا أصبحت مجرد نقطة مقاومة للسهم.

الشمعة المركبة الثالثة

PIERCING PATTERN الشمعة الباردة:



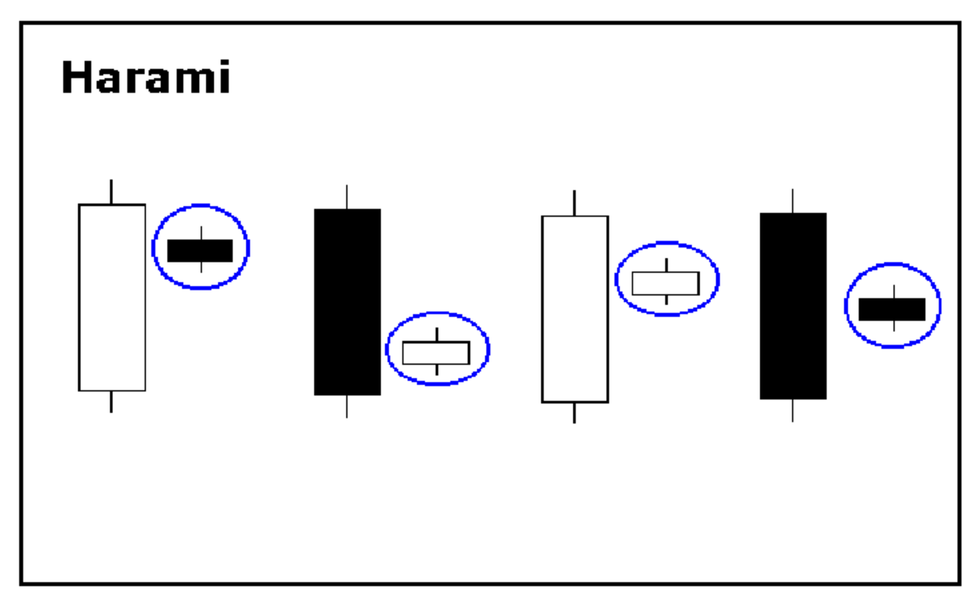
لا أعرف لماذا سموها هذا الاسم ؟ الظاهر لأنها شمعة باردة ليس لها أي معنى.
المهم أنها تتكون مثل الشمعة السابقة البلاعة من شمعة سوداء ولكنها طويلة وشمعة بيضاء طويلة أيضاً تفتح أقل من سعر الإغلاق أمس وتقفل بعد منتصف الشمعة السوداء.

لذلك الفرق هو أن الشمعتين طويلتان والبيضاء تغلق بعد منتصف السوداء وهذا الذي يفرقها عن البلاعة السابقة.

هذه الشمعة يجب أن تأتي بعد هبوط للسهم أو عند نقطة دعم للسهم حتى نقول أنها تدل على بداية صعود ويجب أن يأتي معها مؤشرات أخرى وإلا تعتبر مجرد نقطة دعم أو تداول عادي

الشمعة المركبة الرابعة:

HARAMI PATTERN شمعة الحرامي:



هذه الشمعة لم أجد ترجمة لاسمها ولذلك سميتها ألحرامي على نفس نطق الاسم المهم أنها تتكون من شمعتين الأولى طويلة والثانية قصيرة ويفضل أن تكون دوجي.

ألوان الشمعتين تختلف كل مرة فقد تظهر الأولى بيضاء والثانية سوداء أو سوداء وبيضاء أو بيضاء وبيضاء أو سوداء وسوداء المهم أن هذه الألوان لا تهم في الدلالة على شيء معين.

هذه الشمعة قد تدل على صعود أو على هبوط حسب المكان الذي توجد به.

يعني لو كانت عند نقطة دعم للسهم وبعد هبوط حاد له نقول أنها تدل على الصعود ولو كانت عند نقطة مقاومة وبعد صعود نقول أنها تدل على هبوط قادم اللهم عافنا.

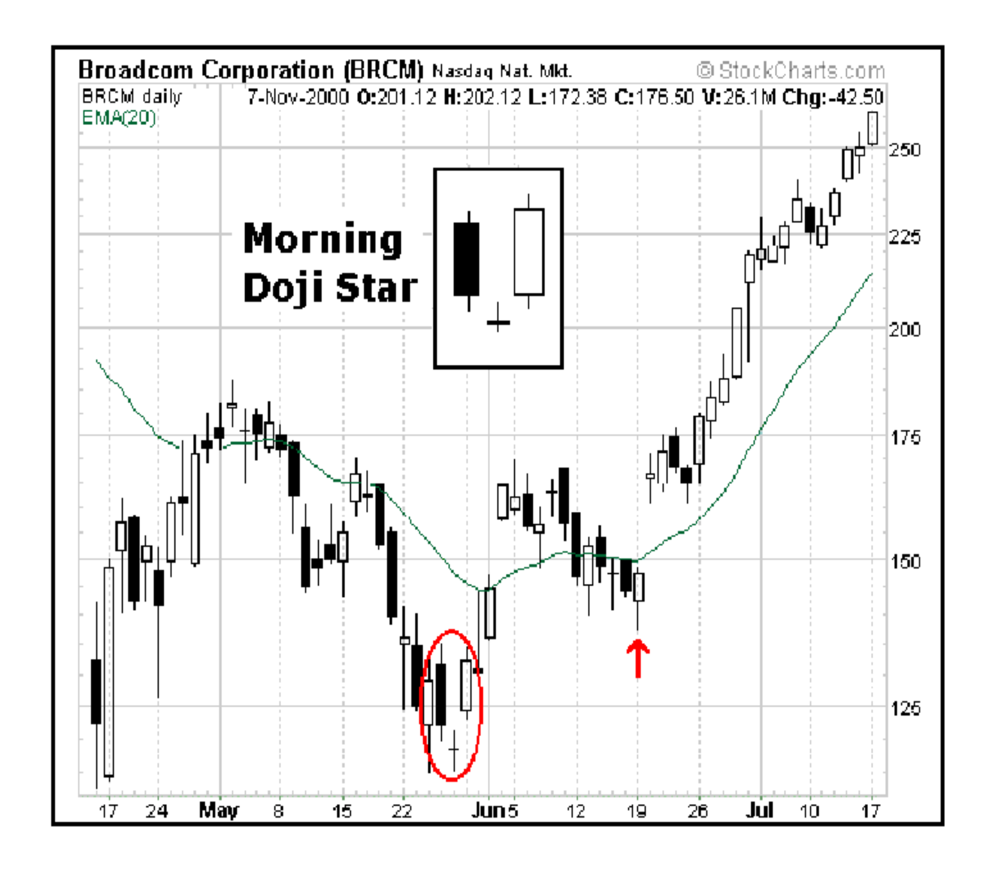
تفسير هذه الشمعة هو أن الشمعة الأولى الطويلة سواء سوداء أو بيضاء تدل على تداول عالي جداً على السهم ثم تأتي الشمعة القصيرة بعدها ويفضل أن تكون دوجي

حتى تدل على حيرة شديدة لدى المتداولين ورغبتهم في تغير هذا الوضع إلى الوضع العكسي وهذا ما قلته عند تفسير أهمية الدوجي.

لاحظ هنا أن الشمعة الطويلة تحتضن الشمعة القصيرة ولا تتركها تخرج عن حدودها لأن هناك شموع أخرى تأتي بعد ذلك ترمي الشمعة الطويلة بالشمعة القصيرة بعيداً عنها.

الشمعة المركبة الخامسة:

نجمة الصباح morning star



تتكون هذه الشمعة من ثلاث شمعات الأولى سوداء سوداء طويلة والثانية قصيرة سوداء أو بيضاء وتتكون أسفل إغلاق الشمعة السوداء الأولى وإذا كانت هذه الشمعة الثانية من نوع دوجي فإن هذا النموذج يسمى: **morning doji star**.

أما الشمعة الثالثة فهي شمعة بيضاء طويلة.

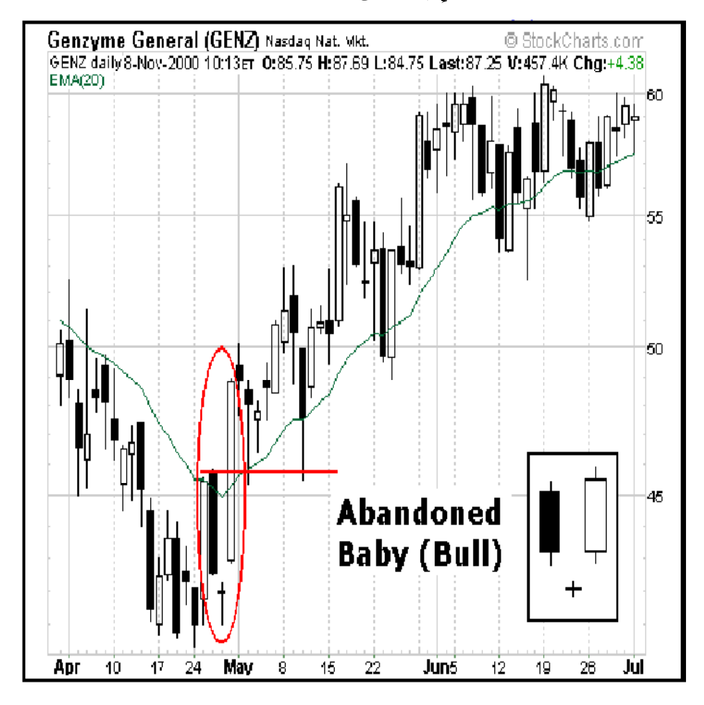
التفسير أن الشمعة السوداء الطويلة الأولى دليل سيطرة البائعين وموجة التخلص من هذا السهم ثم تأتي الدوجي لتبين أن البائعين "راحوا في داهية" ثم تأتي الشمعة البيضاء لتقول "اطمئنوا يا شباب الخير وصل والصباح خرج علينا بنوره وأن هناك موجة من الشراء للسهم"

لذلك هذه الشمعة عند نقط الدعم توحي بالطيران للسهم.

إنا نلاحظ أن هذه الشمعة هي شمعة الحرامي التي مرت معنا ولكن "يزيد عليها أني أنتظر كمان يوماً من الارتفاع حتى يطمئن قلبي وأشتري".

الشمعة المركبة السادسة:

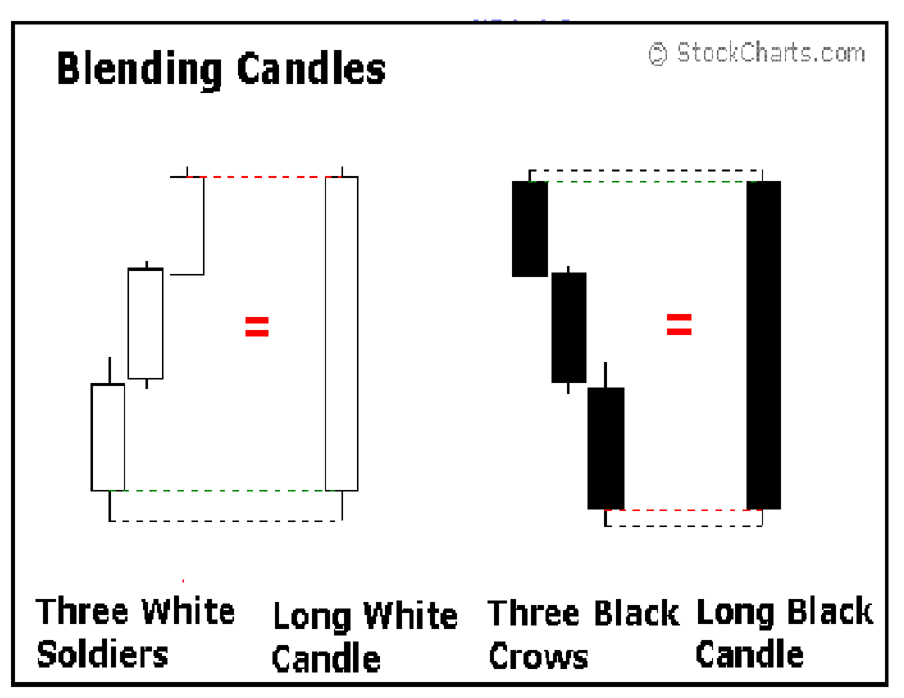
Abandoned baby شمعة الإجهاض:



شمعة المرأة التي تخلت عن جنينها (حمل غير شرعي) فهي تتكون من ثلاث شمعات مثل نجمة الصباح بالضبط ولكن الفرق أن الشمعة الصغيرة في الوسط بدأت بعيداً جداً عن سعر إغلاق السهم ليوم أمس وهذا سبب التسمية.

التفسير أن الشمعة السوداء الأولى دليل على موجة البيع وسيطرة البائعين ثم تأتي القصيرة الدوجي وتفتح على هبوط شديد في اليوم التالي دليل على استمرار سيطرة البائعين ثم تأتي الشمعة البيضاء لتفتح على سعر أعلى من أعلى سعر للسهم في اليوم السابق وهذا دليل على بداية موجة شراء كبيرة جداً على السهم لذلك هذه الشمعة "اللي رمت أبنها بعيداً تعتبر دليل صعود قادم في الأيام التالية".

شمعة الغربان الثلاثة والجنود الثلاثة:



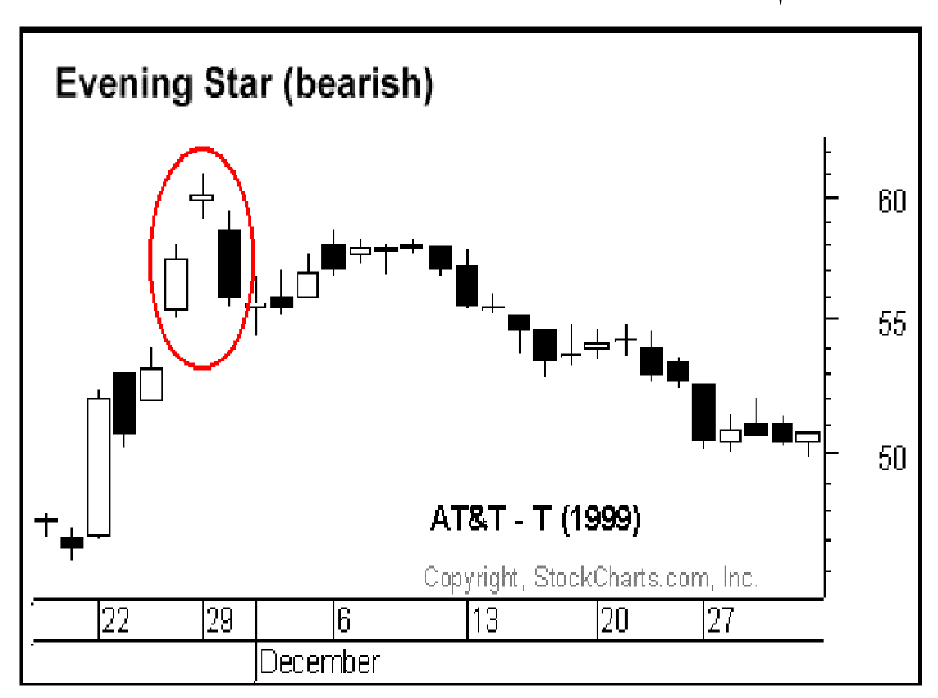
كما بالرسم تتكون من ثلاث شمعات سوداء كل واحدة منها تفتح بعد سعر إغلاق السابقة لها وتنتهي بسعر منخفض عن الافتتاح "يعني ثلاث أيام سود من التداول السيئ للسهم" ولذلك سموها الغربان الثلاثة (**Three crows**).

طبعاً مجموع هذه الشمعات يعتبر شمعة سوداء طويلة كما في الصورة ولذلك ينطبق عليها كل الكلام الذي قلناه على الشمعة السوداء الطويلة.

يعني لو ظهر بعدهم دوجي مثلاً عند نقطة دعم نتوقع صعود عكسي للسهم أو انهيار شديد لهذا السهم لو ظهر دوجي أسفل من الإغلاق ثم شمعة بيضاء كَوّنوا (شكّلوا) مع بعض شمعة الإجهاض وهكذا شمعة الجنود الثلاثة **three soldiers**.

تتكون هذه الشمعة من ثلاث شمعات بيضاء كل واحدة منها تفتح أعلى من إغلاق السابقة لها ولذلك "يكّونوا مع بعض" كما بالصورة شمعة بيضاء طويلة ينطبق عليها كل ما يقال عن الشمعة الطويلة البيضاء.

شمعة نجم الليل **EVNING STAR**:



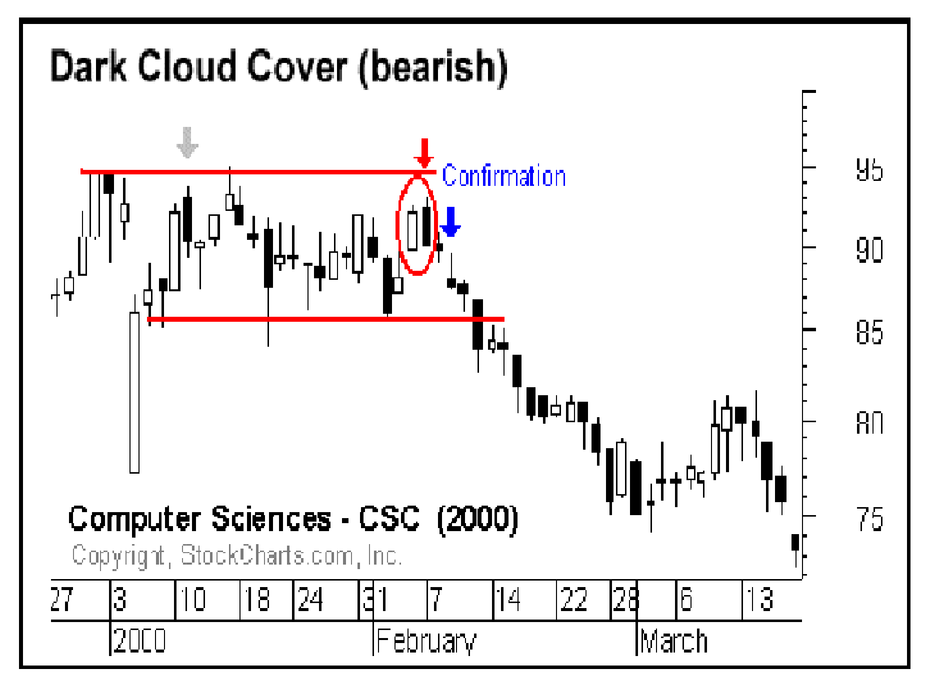
شمعة نجم الليل الحزين لفيروز تتكون من ثلاث شمعات كما في شمعة نجم الصباح.

الشمعة الأولى بيضاء طويلة والثانية سوداء أو بيضاء قصيرة أو يفضل أن تكون دوجي وتفتح بعد إغلاق الأولى ثم الشمعة الثالثة وهي سوداء طويلة وتفتح أقل من

سعر إغلاق الدوجي تفسير هذه الشمعة تكلمنا عنه كثيراً وهو شمعة بيضاء طويلة تدل على تداول جيد للسهم ثم دوجي يدل على حيرة المتعاملين مع السهم ولكن ظهور الشمعة السوداء بعد ذلك دليل سيطرة الهم والقرف على التعامل وذلك لأن رأيي لو تكونت هذه الشمعة بهذه الشمعات الثلاثة فلم يعد هناك شيء ننتظر حدوثه بعد ذلك.

طبعاً هذه الشمعة تدل على قرب حدوث هبوط للسهم أو السوق كما قال "أخونا الخواجة في الكتاب".

شمعة السحابة القاتمة **Dark cloud cover**:



هذه الشمعة تعتبر من شموع الـ **bearish** وتتكون من شمعة بيضاء طويلة تدل على تداول عالي للسهم في هذا اليوم ثم تأتي بعدها شمعة سوداء طويلة شرط أن تفتح أعلى من سعر إغلاق أمس ثم تنهار حتى تغلق بعد منتصف الشمعة البيضاء.

يعني شروطها أن تكون الشمعة السوداء طويلة حتى تدل على تصميم البائعين على البيع وأن تغلق بعد منتصف الشمعة البيضاء "مش فاهم ليه ولكن الخواجة قال ذلك".

هذه الشمعة تدل على قرب حدوث هبوط ولكنها تحتاج إلى شمعة أخرى بعدها حتى تؤكد ذلك أو أي إجراء أو أي مؤشر آخر مثل حدوثها عند نقطة مقاومة للسهم.

مزايا وعيوب الشموع اليابانية:

الشموع اليابانية لها مزايا وعيوب، مثلها مثل أي طريقة أخرى لتحليل السوق عامة أو للتحليل الفني خاصةً، وفيما يلي أهم هذه المزايا والعيوب:

المزايا:

مؤشرات عكس الاتجاه تظهر بسرعة في شكل شمعة، أو شمعتين أو ثلاث على أكثر.

تعرض صورة دقيقة ومستمرة للمعركة الدائرة بين الثيران والدببة.

عملية دمج الشموع قد تزيد من وضوح الحالة العامة للسوق.

العيوب:

يعتمد التحليل على سعر الإقفال، وعليه يجب الانتظار لنهاية جلسة التداول لمعرفة شكل الشمعة.

تحتاج إلى سعر الفتح، وهو ما يمثل مشكلة بالنسبة للأسواق المفتوحة ٢٤ ساعة بلا انقطاع،كسوق الصرف الأجنبي مثلاً الذي يعمل بالتوالي في أركان العالم أجمع على مدار اليوم كاملاً.

ومما لا شك فيه، أن ضوء الشموع اليابانية بأشكالها التصويرية البديعة يساعد على قراءة وفهم سيكولوجية المتعاملين بالأسواق، وهي تعتبر أحد الأسس المنطقية والعقلانية الرئيسية لكثير من المستثمرين والمضاربين بين الناجحين في العالم. فهي تساعدهم على نزع العاطفة من قرارات التداول وإحلالها بمؤشرات فنية قوية أثبتت التجارب والخبرات السابقة ارتفاع احتمالات نجاحها.

وفي نهاية هذا الفصل، نعرض موجزاً للوقوف على أهم النقاط الخاصة بالتحليل الفني للشموع اليابانية:

أولى اليابانيون اهتماماً كبيراً لسعر الفتح، على أساس أن المخزون المتراكم من مخاوف وتطلعات المضاربين والمستثمرين خلال فترة إغلاق السوق يظهر في اللحظات الأولى من افتتاح السوق، حيث يتم التعبير عن تداعيات أحداث فترة إغلاقه في سعر الفتح. فمن غير المستغرب، أن تحدث اضطرابات في الأسعار عند الافتتاح نتيجة للأحداث والأخبار التي أعلن عنها طوال فترة إغلاقه.

يعتبر سعرا الفتح والإقفال أهم سعرين بجلسة التداول: لأنه يتم، في الدقائق الأولى للتداول، تنفيذ الأوامر التي تجمعت قبل فتح الجلسة، كما أن المتعاملين يتكالبون على تنفيذ بقية عملياتهم بسرعة قبل إنهاء التداول وإقفال الجلسة. وفي كلا الوقتين وقتي الفتح والإقفال ترتفع سخونة التعاملات.

يعتقد المضاربون والمستثمرون اليابانيون بأهمية ساعة التداول الأولى في مجريات الأمور وأثرها على المعاملات طوال جلسة التداول، ويعتبرون سعر الفتح بمثابة دفة الجلسة. لذلك فقد حرصوا على تسجيل سعر الفتح. كما أنهم بنوا كثيراً من تحليلاتهم على علاقة أول سعر- أي بسعر الفتح- بأعلى وأدنى الأسعار، وعلاقة آخر سعر- أي سعر الإقفال – بأعلى وأدنى الأسعار، وبمستواهما بالنسبة لأسعار الجلسات السابقة.

يفيد الدوجي كثيراُ في التنبؤ بقمة الأسعار أو قاعدتها وتحديد نقطة تحول اتجاه الأسعار في السوق.

الأجسام الصغيرة تفصح عن ضعف اتجاه الأسعار، فكلما ظهرت أجسام صغيرة خلال رحلة الأسعار في اتجاه معين دل ذلك على أن الثيران أو الدببة ليست بالقوة التي تمكنها من الاستمرار في التحكم بالسوق ورفع الأسعار أو خفضها.

في كثير من الأحيان يكون الجسم الأسود الكبير آخر أوقات البيع المكثف، ونهاية لتدهور الأسعار نظراً لخروج الكثير من المتعاملين من السوق ليأسهم التام من تحسن أوضاعه، وهو ما قد يمثل بداية صعود الأسعار وتغير اتجاهها.

إن البـدء في تحديـد اتجـاه الأسـعار عظـيم الأهميـة لتقـدير الموقـف في ضـوء الأشكال النمطية للشموع التي ستظهر.

يجب ألا ينظر إلى شمعة واحدة بمعزل عما حولها ، بل ينبغي النظر إلى أشكال وأنماط الشموع في إطار اتجاه الأسعار ، حيث يأخذ شكل الشمعة(أو الشمعة النمطية) أهميته ويعبر عن رسالته حسب وضعه ومكان وتوقيت ظهوره خلال رحلة الأسعار إلى أعلى أو إلى أدنى.

تقريباً شرحنا معظم الشموع المهمة سواء النماذج الفردية التي تتكون من شمعة واحدة أو النماذج المركبة التي تتكون من أكثر من شمعة.

وكما قلنا فإن معظم هذه الشموع تحتاج إلى مؤشرات أخرى معها حتى تؤكد حدوث **bearish** أو **bullish** للسهم أو السوق وإذا حدثت من تلقاء ذاتها فهي مجرد نقاط دعم أو مقاومة للسهم شرط أن يحدث ذلك قريباً من نقاط معروفة بهذا الاسم وإلا تعتبر مجرد تداول عادي.

الفصل الثاني والعشرون

دور البورصة في التسعير وتقويم رأس المال

" الطريق إ الثروة هو ا اذ القرار
ا ناسب الوقت ا ناسب"
أدوين فافر

يترتب على كل تصرف يؤدي إلى تخفيض الجزء المتبقي من الدخل مثل تخفيض الأجور وزيادة الضرائب وارتفاع الأسعار انخفاض موازٍ لمجموع رؤوس الأموال المتاحة للاستثمار في الأصول المالية، وعلى العكس من ذلك فإن زيادة الأجور وانخفاض الضرائب وانخفاض الأسعار سوف يؤدي إلى ارتفاع موازٍ لرؤوس الأموال المتاحة للاستثمار في الأصول المالية[1].

وعن طريق السياسات النقدية والمالية يمكن تعديل كيفية استخدام المدخرات على نحو يمكن معه من استقطاب المزيد من تدفق رؤوس الأموال نحو سوق الأوراق المالية، أما التسعير في البورصة فإنه لابدّ وأن يتم للأوراق المالية على مرحلتين:

التسعير في مرحلة الإصدار الجديد[2]:

في السوق الأولية (سوق الإصدار) يتلاقى الطلب، الناتج عن الحاجات، مع العرض، المتولد عن القدرة التحويلية.

١- صبري أبو زيد، دور سوق المال في تنمية الاستثمارات، مجلة مصر المعاصرة، العددان ٤١٢،٤١١، يناير وإبريل، ١٩٨٨، ص٩٠.

٢- د . أسامة محمد الغولي ـ د . زينب عوض الله ـ (اقتصاديات النقود والتحويل) ـ جامعة الإسكندرية كلية الحقوق، دار الجامعة الجديدة. ٢٠٠٥، ص ٢٩٠ وما بعد.

وتتمثل مشكلة تحديد سعر الإصدار هنا أساساً في مشكلة الوصول إلى تقدير معقول لأعلى سعر يتوقع أن يقبل المشترون دفعه. فلكي تنجح سوق الإصدار في تعبئة المدخرات فإن الأوراق المالية الجديدة يجب أن تكون ذات جاذبية خاصة بالنسبة للمشترين الاحتماليين **Potentiel**. فالعارضون لا يمكنهم ببساطة تحديد السعر الذي يقبلونه، إذ أن مقدار ما سيحصلون عليه يتوقف أساساً على مقدار ما يكون المشترون على استعداد لدفعه.

ولكن ما هي العوامل التي تؤثر بشكل فعال على ما يدفعه الأشخاص الاقتصادية المختلفة لشراء الأوراق المالية ؟ .

بالنسبة للأسهم، غالباً ما يقوم المشترون بشراء أسهم أي شركة على أساس ما يتاح لهم من العائد السنوي الذي تحققه الشركة أو الذي ستحققه في المستقبل، وكما يظهر في حساب الأرباح والخسائر الخاص بها، وليس على أساس نصيب المساهم في حقوق الملكية كما تظهرها الميزانية العمومية للشركة. كذلك فإن التوظيف في أوعية مالية أخرى قد يدر عائداً دورياً ثابتاً فضلاً عن أنها أقل مخاطرة.

وعند مقارنة الأسهم بهذه الأصول المالية، فإنه من المتوقع أن يأخذ المشترون الأكثر دراية في اعتبارهم التضخم والتوسع في النشاط الاقتصادي.

غير أن ارتفاع هامش الربح في الاستثمارات التقليدية البديلة وارتفاع فوائد الإقراض غالباً ما يصرف أصحاب الأموال عن توظيف أموالهم في الأوراق المالية عموماً.

وبصفة عامة، فإنه في سوق الإصدار تلعب المعلومات الداخلية والمتعلقة بالشركة المصدرة دوراً هاماً في التأثير على مستوى أداء السوق وبالتالي في تحديد سعر الإصدار. كذلك فإن مدى سلامة المركز المالي الاقتصادي لهذه الشركة يؤثر تأثيراً فعالاً في أسعار الأوراق المالية.

وبالنسبة للشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية، فإن أسعار التداول الفعلية تعتبر أفضل دليل لما قد يكون المشترون على استعداد لدفعه في الأسهم الجديدة. ومع ذلك فإنه ينبغي النظر إلى أسعار التداول كمؤشر مبدئي إذ إنها تحددت على أساس

حجم ضئيل جداً من التداول في البورصة، وقد يؤدي طرح كمية جديدة من الأسهم في السوق إلى انخفاض أسعارها.

التسعير في مرحلة التداول:

تقوم البورصة - السوق الثانوية - بدور رئيسي في تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة، فكيف تتحدد هذه الأسعار ؟ ولماذا تتغير ؟.

طبيعة سوق التداول:

يمكن القول إنه في الأوراق المالية ينطبق قانون العرض والطلب (قانون الأثمان في سوق المنافسة الكاملة) انطباقاً تاماً. فالأسعار المحددة سوف تتوقف بدايةً على مجموعة رؤوس الأموال التي يكون أصحابها مستعدين لاستثمارها في شراء الأوراق المالية وعلى مجموع الأوراق المالية المتاحة، أي المعروضة للبيع، هذه المواجهة الدائمة اتجاه السوق.

واستناداً إلى النموذج المقترح من جانب "سامو يلسون" قدم العديد من الكتاب مفهوم السوق الكفء.

وترجع كفاءة السوق " **Efficient market** " هذه إلى سببين رئيسيين: هما الاتساع، أي تعدد الأنواع المختلفة من الأوراق المالية التي يجري تداولها في السوق، والعمق، أي عدد مرات التداول للورقة المالية الواحدة .

ويقصد بالكفاءة هنا موقف الأثمان من العوامل المؤثرة في البورصات ومن بعض العوامل الخارجية الأخرى.

بمعنى آخر، فإن السوق الكفء هي تلك السوق التي تعطي فيها الأثمان مؤشرات صحيحة لتخصيص الموارد، أي هي السوق التي تمكن من اتخاذ قرارات الاستثمارات الإنتاجية ويستطيع المستثمرون اختيار الأوراق المالية الخاصة بمشروعات يعلمون تماماً أنها تعكس في كل لحظة المعلومات المتاحة والممكنة.

وعلى ذلك، فإن استقرار الأسعار يزيد من كفاءة السوق الثانوية، ويكون الارتفاع المتعاظم والسريع في الأسعار معول هدم للأسواق، شأنه في ذلك شأن الهبوط

الفجائي للأسعار. ويرجع ذلك إلى أن التقلبات في أسعار الأوراق المالية تجعلها تفقد أهميتها كوسيلة للادخار.

فكفاءة الأسواق المالية تعني أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس واقع الأوراق، من حيث قوتها وضعفها، وبالتالي يصعب وجود حالات تمكن بعض المستثمرين من جني أرباح أو عائدات غير عادية، أو أن يجد بعض المستثمرين أنهم قد استثمروا أموالهم في أوراق مالية مسعرة بأكثر مما يجب مما يترتب عليه جني عائدات منخفضة بدرجة غير عادية.

والشرط الضروري لكفاءة السوق هو انتشار المعلومات الخاصة بكل الأوراق المتداولة وإتاحتها بالنسبة لجميع المتعاملين، فإذا تخلف هذا الشرط تصبح التقلبات اليومية لأسعار تلك الأوراق نتاج الصدفة.

ويترتب على هذا الاتجاه والذي تحكمه المصادفة والذي يعد أحد أشكال الكفاءة المفترضة للأسواق نتائج هامة. فمن ناحية يعكس هذا السعر المحدد القيمة الذاتية للأصل المالي.

إذ يتضمن السوق هنا نتائج الأحداث السابقة ويعكس التوقعات المتعلقة بالأحداث القادمة. وعلى ذلك يكون مستحيلاً القطع بالأسعار المستقبلية نظراً لأن الأحداث المعروفة والمتوقعة تدخل في السعر الحالي، ولا يمكن إلا لحدث غير متوقع فقط أن يعدله.

ومن ناحية أخرى، يعتمد نموذج السوق الكفء على تركيبة أو توليفة من عنصرين وهما العائد والمخاطرة بالنسبة لكل ورقة مالية. حيث يعني العائد هنا الدخل الكلي للأصل المالي، أي مجموع الأرباح الموزعة وفائض القيمة أثناء الفترة محل الاعتبار.

أما مفهوم المخاطرة فيعني التغيرات في الأسعار، أي انحراف سعر ورقة ما عن الاتجاهات المتوسطة. بوجه عام تتوقف تقلبات أسعار أية ورقة مالية في جزء منها على التطورات العامة للسوق واتجاهاته، وفي الجزء الآخر على الخصائص الذاتية لكل

أصل مالي، بمعنى أن المخاطرة بالنسبة لكل ورقة مالية يمكن ردها إلى مخاطر السوق ومخاطر الأصل نفسه.

خصائص الثمن في سوق التداول:

يتحدد سعر كل ورقة مالية مقيدة بالبورصة - في سوق التداول - بتلاقي أوامر العرض والطلب.

وتثير ظاهرة تحديد الأسعار هذه مجموعة من الملاحظات من بينها:

- إن مقابلة العرض والطلب التي ينتج عنها تحديد الثمن لا تتم عشوائياً.
- هذا المبدأ هو الذي يؤدي إلى تحديد سعر يومي يساهم في تقوية اتجاه كل ورقة ارتفاعاً وانخفاضاً.
- تعدل أسعار البورصة -التي تتحدد وتتغير يومياً - التقييم الرأسمالي للبورصة حيث تعنى الرسملة " **Capitalisation** " سعر السهم مضروباً في عدد الأسهم المكونة لرأس المال.

طبقاً لاقتصاد السوق تؤدي زيادة الطلب على العرض إلى ارتفاع الأثمان، وتنخفض في الحالة العكسية. وارتفاع الأثمان يؤدي بدوره إلى تزايد كمية المعروض من جانب الصناعة.

لا يوجد عادة مساهم واحد بل يلاحظ تعدد أنواع المساهمين. فقد يتعلق الأمر بالمؤسسات الاستثمارية أو بالأفراد سواء كانوا من ذوي القدرات المالية العالية أم لا. كل مساهم يكون له أهدافه الخاصة ومعاييره للعائد المرتقب.

وجدير بالذكر هنا أن المساهم الحدي، وهو المساهم ذو القدرة المالية المنخفضة، يقترب سلوكه كثيراً من سلوك السوق نفسه، وذلك انطلاقاً من حقيقة أن البورصة تبدو أقرب ما تكون إلى السوق المنافسة الكاملة، ويعد تشجيع المساهم الحدي هاماً بالنسبة للمشروعات نظراً لما يوفره هذا المساهم من موارد وتمكن المشروع من إشباع حاجاته التمويلية. فعلى الرغم من أن نصيب المساهم ذي القدرة المالية الضعيفة قد يكون هامشياً في رأس المال، فإن وجوده يعد ضرورياً للتمويل.

العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأوراق المالية:

إذ تتأثر أسعار الأوراق المالية للمشروعات المقيدة في سوق التداول، بالإضافة إلى مدى سلامة المركز المالي والاقتصادي لهذه المشروعات، بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية، كما تتأثر بمستوى النشاط الاقتصادي في المجتمع وتؤثر فيه بدورها. وفيما يلي نتناول بعضاً من هذه المتغيرات.

المناخ الاقتصادي:

تبدو العلاقة أو الارتباط بين مستوى البورصة ومستوى النشاط الاقتصادي واضحة من خلال نتائج المشروعات. فتعكس الظروف المتعلقة بكل مشروع مستوى النشاط والذي يترجم ربحية المشروعات.

في حين تعكس الأسعار المعلنة في البورصة درجة ثقة المتعاملين، وتدرج القدرة المالية للمشروعات المقيدة على النحو الذي سنعرض له لاحقاً. والنتائج التي يمكن الوصول إليها ليست لها شواهد ثابتة، وإنما تحكمها متغيرات لا يمكن السيطرة عليها، وهذا يجعل في الإمكان المبالغة في تقديرها أو إهمالها، وفي كلتي الحالتين يوجد من الأسباب ما يبرر ذلك.

وينبغي الإشارة إلى أن تقلبات النشاط الاقتصادي للمشروعات ليست لها أهمية تذكر بالنسبة للبورصة إلا إذا ترجمت إلى أرباح أو خسائر.

فالقيم البورصية لا تترجم برقم الأعمال وإنما بنتائج ونشاط الاستغلال، أو بمعنى آخر بالفرق بين أسعار البيع وأسعار التكلفة. وعلى ذلك، فإن القيمة السوقية للأوراق المالية للمشروعات المقيدة في البورصة تتأثر بمدى سلامة المركز المالي والاقتصادي لهذه المشروعات.

ويلاحظ تعدد مظاهر وأسباب ضعف البورصات في الدول النامية، تبعاً لاختلاف الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية في كل منها، الأمر الذي ينعكس على أسعار الأوراق المتداولة والتي يمكن إجمالها بشكل عام فيما يلي:

- أن جميع بورصات العالم، ما عدا الولايات المتحدة الأمريكية، تخضع تبعيتها للحكومات، وأن كثيراً من الحكومات تجعل من تنظيم البورصة وسيلة لتحقيق أهداف معينة. وقد يكون هذا الهدف سياسياً أو اقتصادياً.

- كما أن ظهور طبقة من رجال الأعمال، والتوسع في إنشاء المشروعات يعتبر دافعاً إلى تطوير بورصة الأوراق المالية وأدواتها ومؤسساتها. وهنا يجب التفرقة بين رشادة المستثمر لمصلحته ورشادة المستثمر في مفهوم التعامل بالأوراق المالية. فالمستثمرون الموجودون في معظم الدول النامية هم إما مضاربون أو مغامرون، وينقلب المستثمر من مضارب إلى مقامر عندما يضعف التشريع القانوني في البورصة.

- ولا نعتقد أن المستثمر في بورصة الأوراق المالية (ويقصد به المدخر) في الدول النامية (العربية منها بوجه خاص) يمكن أن يوازن بين العرض والطلب، كما نعتقد أنه لا يقوم بعمليات التحليل المالي لكل مشروع، ومن ثم يكون قراره مبنياً على هذا التحليل، غاية الأمر أن اهتمامه ينصب على الأسهم التي ترتفع في وقت التعامل أو هو من النوع الذي يدعى **Stand on the tail of the expert coa**.

- الصغر النسبي لحجم المشروعات في الدول النامية عموماً، وبالتالي سهولة تمويلها بواسطة عدد قليل من الأفراد أصحاب الدخول والثروات الكبيرة. ومع أن صغر حجم المشروعات يعود إلى حد ما إلى ضعف سوق الأوراق المالية إلا أنه يرجع أساساً إلى عوامل أخرى تتعلق بالمؤسسات، بمعناها الواسع، التي لها علاقة بتلك السوق.

- الاعتماد إلى حد كبير على التمويل الذاتي وإعادة استثمار الأرباح غير الموزعة.

- تخوف المدخرين من المضاربة الشديدة التي تضر بالبورصة في المدى الطويل خاصة الفرد العادي الذي يخشى من توظيف مدخراته في الأوراق المالية، فضلاً عن تفضيل المدخرين للسيولة النقدية وارتفاع هامش الربح في الاستثمارات التقليدية البديلة.

- توظيف بعض البنوك وشركات التأمين والاستثمار لجزء كبير من أموالها في الخارج، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض مقدار الأموال السائلة التي توجه إلى سوق الأوراق المالية، ومع أن هذا الإجراء الذي تلجأ إليه هذه المؤسسات يضعف سوق الأوراق المالية بصورة عامة إلا أنه ناتج إلى حد ما عن ضعف هذه السوق. ومما لا شك فيه أن نجاح الخطط الاقتصادية في فتح فرص استثمارية ذات ربحية عالية، وكذلك وضع سوق الأوراق المالية بصفة عامة، والبورصة بصفة خاصة، على أسس سليمة يحدّ من كثافة انتقال الأموال إلى الخارج.

التضخم:

السؤال الذي يثار هنا يتعلق بما إذا كانت الأسهم المقيدة بالبورصة يمكن أن تعتبر وسيلة فعالة لمواجهة التضخم أم لا ؟.

بداية ننوه بأن الإجابة عن هذا التساؤل لن تكون حاسمة، فقد يبدو للوهلة الأولى أن الأسهم باعتبارها أصولاً حقيقية، حين يتم تقويمها بالنقود الجارية لا بد وأن تستفيد من ارتفاع الأسعار وهو ما يحميها ضد خطر الاستهلاك والتناقص في القيمة. هذه الميزة النظرية للأسهم، بمقارنتها بالسندات التقليدية ذات العائد الثابت لا يؤكدها الواقع العملي.

بعبارة أدق فقد تعاقبت فترات لم تكن أسعار الأوراق المالية قادرة على أن تعوض ولو جزئياً، معدل التضخم.

أيضاً في فترات أخرى كانت توقعات البورصة وتنبؤاتها - والذي ينعكس في ارتفاع الأسعار - تعوض - أو تفوق - الانخفاض في القوة الشرائية للنقود والأمثلة على ذلك كثيرة في العديد من البورصات العالمية. وهو ما يتعارض مع منطق الرأي السائد القائل بأن الأوراق المالية هي وسيلة فعالة للحماية من آثار التضخم، فقد ثبت عملياً أن البورصة ليست وسيلة فعالة للحماية من آثار التضخم، إلا إذا اختفى التضخم أو على الأقل عندما تتجه حدته إلى الانخفاض.

وقد أظهرت عدة دراسات مقارنة بين تطور اتجاه الأسعار القياسية بالبورصة الفرنسية، وكذلك تطور الاتجاهات التضخمية، عدم الارتباط بين الواقع الاقتصادي وبين البورصة فيما يتعلق بالتضخم.

وقد خلصت تلك الدراسات إلى أن ارتفاع الأسعار عموماً (التضخم) غير ملائم لارتفاع الأسعار في البورصة. بمعنى أن قيم الأوراق المالية لا يمكن اعتبارها في جميع الحالات قيم حمائية أو هروبية **Valeurs refuges** آمنة من الآثار التضخمية. والواقع أن هذا التناقض ظاهري ويستدعى بعض الملاحظات دون أن نتعرض لدراسة آثار التضخم الاقتصادية:

أولاً: بافتراض أن التضخم يعيد تقييم الأصول الإنتاجية للمشروعات فإنه يزيد أيضاً من نفقة التجديد لرؤوس الأموال.

وبخلاف التدابير المالية خاصة، فإن الأقساط السنوية للاستهلاك والتي تغذي الموارد الموجهة للإحلال والتجديد لا تتوقف على أسعار التكلفة التاريخية، إذ تصبح غير كافية، كما أن المشروع سيدفع ضرائب على أرباح جزئية أو وهمية.

ثانياً: ينعكس التضخم سريعاً على النفقة الجارية (الأجور، المواد الأولية، سعر الفائدة....الخ) الأمر الذي يقتضي زيادة متناسبة في أسعار البيع للمحافظة على هامش الربح، الأمر غير الممكن إلا إذا كان وضع السوق يسمح بذلك، ففي نظام تراقب فيه الأثمان بدقة لن يتحقق هذا الفرض الأخير إلا بعد فترة ولن يكون في حالة تحققه إلا جزئياً.

ثالثاً: تعد البورصة، أداة للتنبؤ. وفيما يتعلق بالتضخم نلاحظ أن البورصة تكون أقل حساسية للمعدل اللحظي لتغير القوة الشرائية عن تطورها اللاحق والمحتمل ن وسواء تعلق الأمر بتسريع أو بإبطاء الاتجاه. وينبغي أن نلاحظ أنه في حالة ما إذا كانت تنبؤات البورصة تتجه نحو الارتفاع، فإن كل الأشخاص الاقتصادية سيتجهون في نفس الاتجاه، وبديهي أن نتيجة ذلك لن تكون لصالح أحد.

رابعاً: الإسراع أو التعجيل بالتضخم، أو بالأحرى استمراريته، يمثل عنصر تهديد للمشروعات وخاصة فيما يتعلق بتقييمها في البورصة. وهذا التهديد مزدوج أو له حدان، حيث أن السلطة العامة لا يمكن أن تغلب آلية الثمن تحت طائلة أزمات الصرف وصعوبات ميزان المدفوعات. فالتعجيل بزيادة الأثمان هو إذن مؤشر للتضخم بحيث أن هذه التعديلات ستضر المنتج أكثر من المستهلك، وذلك عن طريق تحديد الأسعار، وتقييد الائتمان، ورفع أسعار الفائدة.

وهكذا، فالتنبؤ ابتداء من البورصة سيؤدي إلى ازدياد التضخم، لا سيما وأن محاولة وضع قيود على هذا التضخم ستبوء بالفشل إلى حد ما ولن يترتب عليها إلا تأجيل محاولة التصدي له. وهذا كله يوضح السلوك المتناقض للبورصة في مواجهة التضخم.

السيولة:

يسود قانون " المنتجات تتبادل بالمنتجات " في اقتصاد المقايضة، سيادته في اقتصاد السوق، غير أن هذا التداول يتم عن طريق النقود في اقتصاد المبادلة النقدية. ففي مرحلة النمو الكمي للاقتصاد القومي، حيث تزداد كمية السلع والخدمات المنتجة والمتداولة فضلاً عن ارتفاع القيمة الاسمية لها نتيجة زيادة الطلب عليها، فإن تحقيق زيادة مماثلة في أدوات الدفع تصبح ضرورة اقتصادية. فالمشكلة التي تبرز حينذاك تتعلق بتحديد ماهية الأصول التي يمكن أن تعتبر أدوات دفع.

ولعل هذا ما دفع " نيولين " إلى تقديم فكرته عن الجهد المالي **Financial Strenth**. ويعني بها مجموع القوة الشرائية التي يعتبرها الأفراد والمشروعات أنها تحت تصرفهم أو حائزون لها، وكذلك إمكانات الاقتراض المتاحة، وهي فكرة متسعة تعبر عن المعنى العام للسيولة.

إن مشكلة السيولة العامة للاقتصاد لها في الواقع جانبان: الأول يتعلق بتكوين السيولة وعناصر هذا التكوين أو ما نطلق عليه مرحلة التجميع. والثاني يتعلق باستخدام السيولة أو ما نطلق عليه مرحلة التوظيف الاستثماري.

والاتصال بين المرحلتين لا يمكن أن يتم دون تحديد دراسة طرق التمويل، أو بمعنى آخر الأشكال والوسائل المختلفة لتحقيق التحول المستمر للقوة الشرائية من الوحدات ذات الفائض في الموارد إلى الوحدات ذات العجز في الموارد، لأجل تمويل النشاط الاستثماري.

ونلاحظ أن درجة أو مستوى السيولة العامة للاقتصاد، أو بالأحرى التنبؤ بهذا المستوى، يخص البورصة على مستويين:

يخصها أولاً من حيث إنه يعكس التنبؤات المتعلقة بأنشطة المشروعات المقيدة بالبورصة، وبالأدق فيما يتعلق بالربحية، فالنشاط والربحية مرتبطان، من ناحية المبدأ، بالقدرة على توفير الموارد النقدية. وعموماً فالتنبؤات المتعلقة بالبورصة تكون مقلقة وغامضة كلما زادت حاجة الخزانة للممولين، أو على الأقل كلما قلت مواردهم الموجهة للاستخدام في البورصة.

وكما رأينا، فإن المعاملة في البورصة عملية خارجية ـ باستثناء حالات خاصة ـ عن الذمة المالية أو المركز المالي للشركة المعنية، ولا تغير من سيولة البورصة. ولكن هذا ليس صحيحاً إلا بشرط أن العائد أو حصيلة البيع يعاد استثماره سريعاً بغير تأخير.

هذه هي الحالة عندما تستدعي الشركة حاملي الأسهم، خاصة في ظل تقييد الائتمان. حينئذ يزداد عدد الأوراق المالية بينما تقل الموارد المالية لدى حاملي الأسهم وتجعلهم يعزفون عن الشراء.

هذه الظروف غير المواتية للبورصة ليست نادرة ـ فغالباً ما تلجأ المشروعات المتعثرة ذات الصعوبات المالية إلى زيادة رأس المال. وفي مثل هذه الحالة، فإن الضغوط المتعلقة بالبيع الاضطراري يؤدي إلى خفض الثمن. وهنا يمكن القول أن البورصة ضحية سيولتها.

من ناحية أخرى، يؤكد تاريخ البورصات العلاقة بين مستوى سيولة الاقتصاد وتطور الأسعار. فمعظم فترات رواج البورصات كان يرجع إلى السياسات النقدية التوسعية أو على الأقل التخلي عن القيود النقدية المفروضة، وأبرز الأمثلة على ذلك

هـو بورصـة نيويـورك في أغسـطس ١٩٨٢. هنـا أيضـاً لعبـت الاعتبـارات النقديـة دوراً هائلاً.

ولا ينبغي المبالغة هنا، إذ في الواقع يمكن ملاحظة فترات لم يلعب فيها عنصر السيولة هذا الدور المشار إليه.

ففي الولايات المتحدة الأمريكية اتجهت أسعار البورصة في " وول ستريت " إلى الارتفاع في الفترة من ١٩٦٢ ـ ١٩٦٦ على الرغم من السياسة النقدية المقيدة وحدث الاتجاه العكسي في عامي ١٩٧٨، ١٩٧٩ بانخفاض البورصة على الرغم من السياسة النقدية التوسعية. حتى عندما تكون العلاقة بين سيولة الاقتصاد وسعر البورصة محددة، فإنها لا تكون دائماً متزامنة، فقد يحدث أنه في أثناء التنبؤ في البورصة، وهي وظيفتها بالطبع، أن تتغاضى أو تسقط من تنبؤاتها التوسعات أو الانكماشات النقدية، كما لو كانت غير قادرة على التنبؤ بها، أو على الأقل حذرة بالنسبة لها.

وعلى ذلك فعامل السيولة لا يقدم تفسيراً مقنعاً لتغيرات أسعار البورصة على الرغم من أهميته وكونه أكثر العوامل إقناعاً. فاحتمالية تأثيره تكون مرتفعة بشرط النظر إليه ضمن مجموع العوامل المؤثرة على البورصة.

سعر الفائدة:

لما كانت الأوراق المالية تمثل أصولاً مالية، فمن البديهي أن تقييمها في لحظة محددة يتوقف على سعر الفائدة السائد في نفس اللحظة والذي هو ثمن النقود. ويبدو تأثير سعر الفائدة في البورصة تحت أشكال مختلفة ومتعددة، والتي يمكن أن نميز من بينها ثلاثة:

فهو أولاً عنصر هام في نفقة المشروعات: وترجع هذه الأهمية إلى أن المشروعات عادة ما تلجأ إلى الاقتراض في ظل غياب مواردها الذاتية المتاحة من الاحتياطات والأرباح المتراكمة وما تحوزه في خزينتها من أصول نقدية سائلة.

بدون إعطاء أهمية كبيرة أكثر مما تستحق وللأسباب التي سبق وذكرناها، تظل فكرة أن سعر البورصة يمثل القيمة الحالية **Valeur actualisee** لمال مستقبلي

(أرباح موزعة بالإضافة إلى قيمة الأصل في نهاية مدة التوظيف) قائمة. فالقيمة المباشرة تتوقف على سعر الخصم **Taux diactualisation** أو العائد المتحقق. هذا السعر هو بالطبع سعر الفائدة في نفس اللحظة والمتعلق بالتوظيف لنفس الفترة. وكلما كان سعر الفائدة مرتفعاً مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها، كلما أدى ذلك إلى انهيار الأسعار بالبورصة. هذا الأثر لسعر الفائدة على الأسعار يكون مستقلاً عن ذلك الأثر المتعلق بما يباشره رفع سعر الفائدة على استغلال المشروعات **L'exploitation des enterprises** ولكنه يكون في نفس الاتجاه. وهذان الأثران مجتمعان يمكن أن يؤديا إلى أزمة في البورصة على مستويين، الأول عن طريق خفض التوقعات المتعلقة بالأرباح، والثاني عن طريق خفض معدل العائد المتوقع.

فضلاً عن ذلك يمكن إضافة أثر سعر الفائدة على المنافسة بين الأنواع الأخرى للتوظيفات والتي يمكن أن يتجه إليها المستثمر. فالمدخرون الراغبون في توظيف أموالهم، عليهم المقارنة بين العديد من أشكال التوظيفات ذات العائد الثابت والمنخفض المعروف مقدماً دون تحمل أية مخاطر، وبين تحمل المخاطر والحصول على عوائد مرتفعة ومتغيرة. تلك المقارنة ليست سهلة دائماً، ورغم ذلك فالتردد لن يدوم طويلاً في سنوات الرخاء.

فأياً كان سعر الفائدة على السندات ستظل دائماً سالبة تحت تأثير التضخم والاقتطاع الضريبي.

وكما سنرى فإن ما يسود اليوم هو التنوع والتعقيد المتعلق بالمنتجات التي يتوالى ظهورها لحماية وتطوير سوق الأوراق المالية. وأياً كان الأمر، فإن أي إصلاح جوهري يرتبط بتوفير عائد موجب على تلك المدخرات التي يتم توظيفها.

هذا التنافس الحديث للسندات في سوق الأوراق المالية أصبح موضوعاً جوهرياً وأساسياً، فردود أفعال السوق تتبع بحذر تطور أسعار الفائدة. غير أنه في هذا المجال فإن انخفاض سعر الفائدة يعتبر عاملاً هاماً في نفس الوقت بالنسبة للأسهم والسندات. صحيح أن هذا الأثر آلي بالنسبة للسندات وبالتالي يمكن حسابه.

أما بالنسبة للأسهم فالأثر يكون نفسياً ويتوقف على آراء حامليها وعلى مستوى الأسعار السائد في البورصة، فعندما يبدو السعر غير ملائم يظهر هنا دور المحكم. وهذا الدور الذي كان وهمياً حتى عهد قريب، أصبح اليوم ممكناً وضرورياً لتوازن السوق ولصالح المدخرين.

خلاصة القول إنه إذا كان سعر الفائدة يتحدد بأربعة متغيرات:

اثنان منها لهما طبيعة نقدية وهما: دالة التفضيل للسيولة (الطلب على النقود) وكمية النقود المعروضة، والآخران مرتبطان بالظروف الحقيقية للنشاط الاقتصادي وهما الميل الحدي للادخار والكفاية الحدية لرأس المال (عائده النقدي المقارن)، فالسؤال الذي يثور هنا هو:

ما هي كمية النقود التي تخصصها الأشخاص الاقتصادية المختلفة للتمويل والإقراض، وما هي البواعث وراء هذا الفعل؟ والإجابة هنا ترتبط بهيكل الأسواق النقدية واقعياً.

فهذه الأسواق هي أسواق إقراض واقتراض، وتهدف بعملياتها إلى تمويل النشاط الإنتاجي والتجاري للمجتمع خلال فترات زمنية معينة. وإذا كان هذا هو الجانب الإيجابي والمباشر لهذه الأسواق فمن الطبيعي أن تتغير الدوافع والبواعث خلف هذه العمليات وراء تصرفات الأشخاص الاقتصادية. فالطلب على النقود لا يتوقف فقط على التفضيل للسيولة، وإنما أيضاً على ظروف الاستثمار واحتياجاته.

باختصار: فإن معدل العائد المتوقع لأي أصل من الأصول المالية يتكون من ثلاثة أجزاء رئيسية هي: إيرادات الفوائد، الكسب أو الخسارة الرأسماليان المتوقعان نتيجة لارتفاع أو انخفاض السعر السوقي للأصل المالي، والخسارة أو الكسب الرأسماليان المتوقعان نتيجة للتغير في سعر الصرف.

ويجب ملاحظة أنه في وقت اتخاذ قرار الاستثمار فإن المستثمر عادة ما يهتم بمعدل العائد الذي سوف يحصل عليه، ويستطيع حساب الكسب أو الخسارة الرأسماليين بالفرق بين القيمة الاسمية للصك والسعر المدفوع. فإذا كانت هناك فرصة، فإنه سيبيع الصك قبل حلول تاريخ استحقاقه، وبالتالي يمكنه فقط تقدير

الكسب أو الخسارة الرأسماليين اللذين سيتحملهما. وبما أنه لا يعرف مقدماً ماذا سيكون عليه سعر الصرف خلال فترة الاحتفاظ بالأصل، فإنه يمكنه التخمين فقط عند ذلك.

الضرائب:

تعتبر الضرائب، عنصراً مؤثراً في سلوكيات البورصة، لأنها هي التي تحدد نصيب المساهم من الربح المحقق للمشروع.

وهكذا فحقوق الدمغة المحصلة على عمليات البورصة والضرائب من دخل الأوراق المالية، لها أثر مباشر على نفقة التداول وعلى عائد الأصول المالية، وبالتالي على أسعارها في إطار ما يمكن تسميته رسملة لدخل هذه الأوراق المالية والضرائب على الشركات التي تمس الأرباح، وتخفض بالتالي الأرباح الموزعة على السهم تؤثر على الأسعار.

لكن في الجانب المقابل، الضريبة على الأرباح المحجوزة للاحتياطي والتي تدفع بالمشروع إلى زيادة الجزء من الأرباح الموزعة على المساهمين يكون من شأنها التأثير العكسي، حيث أن الأرباح الموزعة وبالتالي ربحية السهم يمكن أن تزداد. وليس مؤكداً أن الضريبة على الثروات الكبرى يكون لها تأثير سلبي على الأسعار.

يبقى أن نقول أن البورصة تكون حساسة وسريعة التأثر بالاتجاهات التي تظهر في مجال الضرائب خاصة كل سنة، في فترة التصويت على الميزانية أو في أوقات تغير الوزارات، إذ تحاول أن تخترق النوايا الحكومية دائماً.

الأمر الذي ينعكس على الأسعار في البورصة. فتستطيع السلطات وعن طريق السياسات المتعلقة بالضرائب والاحتياطيات، أن تخفض أو ترفع من الأرباح المعلنة وبالتالي الخاضعة للضريبة، كما يمكنها أيضاً أن تخلق ضرائب جديدة أو تلغي ضرائب أخرى قديمة أو تحد من تأثيرها.

عناصر التقويم المتعلقة بورقة مالية محددة:

يمكن تصنيفها كالآتي: الربحية، وأهمية الاحتياطيات، والزيادة في القيمة الرأسمالية للسهم، وهيكل السوق الخاص بهذه القيمة.

الربحية:

يعتمد التعامل أساساً في بورصة الأوراق المالية وخاصة في مجال تحديد الأسعار السوقية للأسهم المتداولة على مقدار توزيعات الأرباح على المساهمين في شكل " كوبونات " بحيث يرتفع أو ينخفض السعر السوقي للورقة المالية وفقاً للعائد السنوي. ومن المهم تحديد القيمة السوقية التي يحسب على أساسها صافي الكوبون الموزع بحيث تمثل نسبة الكوبون الموزع إلى القيمة السوقية، العائد السنوي للسهم.

ومن أهم المؤثرات العالمية لقياس سعر السهم هو المؤشر المعروف بـ: **PER**: **Price Earning Ratio** والذي يربط بين القيمة السوقية في تاريخ معين وربح السهم السنوي، سواء كان هذا الربح موزعاً جزئياً على شكل كوبون، أو محتجز على شكل احتياطيات، أو أرباح محتجزة. ويعتبر هذا المؤشر معياراً ملائماً لتقرير ما إذا كان قد حدثت مغالاة في قيمة السهم السوقية أو على العكس حدث انخفاض فيها.

وارتفاع هذا المؤشر عن معدل الشركات المنتمية إلى صناعة واحدة يعني إما أن السهم مُغالى في تقييمه أو أن ثقة السوق في مستقبل الشركة عالية. وتصدق الملاحظات العكسية عندما يكون هذا المؤشر منخفضاً بدرجة غير عادية.

ومن الأمور التي استقر الرأي عليها في بورصات الأوراق المالية في أوروبا الغربية والولايات المتحدة الأمريكية أن المؤشر الذي يدور حول ١٢ إلى ١٣ مرة لشركة جيدة يعتبر مؤشراً صحياً ويحسب على الأساس التالي:

$$\text{معدل عائد الثمن} = \frac{\text{سعر السوق}}{\text{العائد بالنسبة لكل سهم (أو حصة)}}$$

ويمكن حساب هذا المؤشر على مستوى القطاع، وكذلك يمكن حسابه على مستوى السوق في تاريخ معين.

أهمية الاحتياطيات:

تمثل احتياطيات الشركة عنصراً أساسياً لتكوين ثمن الأسهم، غير أن أثرها أقل أهمية من الأرباح الموزعة. وتظهر أهمية الاحتياطيات في فترات انخفاض البورصة وفي حالة تصفية المشروعات.

فعادة ما تجيء تصفية المشروع فجائية، ويرجع ذلك في الكثير من الحالات إلى تعثر المشروع المالي والذي يتلازم في معظم الحالات مع الاختفاء شبه التام للاحتياطيات. وعلى ذلك فإن احتياطيات الشركة تؤخذ في الاعتبار، حيث أنها تعتبر ضماناً لاستقرار الأرباح الموزعة، في المقام الأول، ولأنها تتيح، في مقام ثان، للمشروع إمكانية اللجوء إلى زيادة رأس المال عن طريق إدماج الاحتياطيات، الأمر الذي يؤثر إيجابياً على أسعار الأوراق المالية.

بيد أنه يجب أن ننوه هنا بالعديد من المشاكل. فالمشتري عادة ما يدفع مبلغاً أكبر لشراء أسهم الشركة إذا ما تمكنت من زيادة النسبة من دخلها التي توزع في شكل عائد صاف على الأسهم.

وإحدى الطرق التي يمكن للشركة أن تفعل بها ذلك هي تخفيض الاحتياطيات الاختيارية والخاصة بالمشروع. ويعد العنصر الاختياري الوحيد في هذا النظام لتخصيص الفائض هو المخصصات بخلاف الإهلاك واحتياطيات المشروع.

فإذا ما رغبت شركة ما في زيادة هذه الاحتياطيات سيترتب على ذلك تخفيض إجمالي وصافي عائد الأسهم، وتخفيض أنصبة العاملين، وتخفيض كافة المخصصات الإجبارية الأخرى، وزيادة الأساس الضريبي ومن ثم تزيد ضريبة الدخل على الشركة وبالتالي تخفض ضريبة الدخل المحتجزة على عائد الأسهم.

القيمة الرأسمالية للسهم:

تتوقف قيمة الأسهم في التداول على معدل الزيادة أو النقصان في القيمة الرأسمالية للسهم، حيث أن عائد الاستثمار للمساهمين الحاليين أو الاحتماليين لا يقتصر فقط على نسبة توزيع " الكوبون " إلى قيمة السهم السوقية، ولكن أيضاً على الزيادة المستمرة في القيمة السوقية للسهم في التداول، وتحسب هذه الزيادة أو النقص شهرياً كالآتي:

وقد تنشأ التغيرات في قيمة السهم نتيجة تغيرات أسعار الفائدة أو المستوى العام للأسعار.

اتساع السوق:

من المعلوم أن زيادة عدد المشترين يحدث ضغطاً ناتجاً عن طلبات الشراء مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية في سوق التداول. كما أن زيادة عروض البيع يؤدي إلى هبوط القيمة السوقية وفقاً لقانون العرض والطلب.

لذا فإن ما يهم في سير سوق الأوراق المالية ليس مجموع العرض والطلب وإنما العلاقة بين هذه العناصر. ففي سوق ضيق يكفي عدد قليل من عمليات الشراء أو البيع حتى يحدث ارتفاع أو انخفاض محسوس في الأسعار. عكس الحال في السوق المتسع، فإن كميات كبيرة من الأوراق المالية يمكن أن تتم عليها عمليات تبادلية دون أي اثر يذكر على الأسعار نظراً للعدد الكبير المتداول يومياً.

وجديرٌ بالإشارة هنا أن عمليات الاكتتاب في إصدارات الشركات لا تحدد مالكي الأوراق النهائيين. فلا بد من العديد من التبادلات وخلال فترة زمنية طويلة حتى تصل تلك الأوراق إلى أيدي من ليس لديهم النية في إعادة بيعها للحصول على ربح، وإنما يستهدفون مجرد الاحتفاظ بها لتنويع حافظة الأوراق المالية بغرض الحصول على دخل منتظم.

وعندما يكون الأمر كذلك يقال أن الورقة المالية " مصنفة ". وننوه بأن سوق الورقة المالية يكون أكثر أو أقل استقراراً - انخفاضاً وارتفاعاً - تبعاً لما إذا كانت الورقة مصنفة أم غير مصنفة.

العمليات المالية:

العمليات المالية الرئيسية التي يمكن أن تؤثر على الأسعار هي زيادة رأس المال النقدي المدفوع، عن طريق الحصة العينية، أو عن طريق إدماج الاحتياطيات، أو عن طريق إصدار السندات.

فتحقيق زيادة رأس المال العيني يؤثر على أسعار الأسهم من خلال حق الاكتتاب وهذا الأثر يختلف تبعاً لما إذا كان الأمر يتعلق باتجاه البورصة نحو الارتفاع أو الانخفاض. فمن ناحية، لو أن البورصة تتجه للارتفاع فإن زيادة رأس المال تزيد الطلب من جانب المساهمين أملاً في استمرارية الأرباح الموزعة بعد الزيادة.

ومن هنا يميل سعر السهم بعد الزيادة لأن يقترب من سعره قبل التنازل عن حق الاكتتاب، الأمر الذي يسمح للمساهمين بتحقيق فائض قيمة يعادل قيمة هذا الحق. ومن ناحية أخرى، لو أن البورصة تتجه نحو الانخفاض سيتجه مالكو الأسهم إلى بيعها وتتجه الأسعار إلى الانخفاض.

أما زيادة رأس المال عن طريق إدماج الاحتياطيات، ففي فترات الرخاء، وكما سبق ورأينا، فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع الأسعار في البورصة نظراً لحالة التفاؤل التي تسود السوق مما يؤدي بالضرورة إلى زيادة رسملة البورصة.

أما زيادة رأس المال عن طريق اندماج الشركات، فإن أثرها سوف يتوقف على كفاءة الأدوات المالية الجديدة الموضوعة تحت تصرف الشركة محل الاعتبار وانعكاساتها على نتائج الاستغلال. فالمعلومات المتوفرة يمكن أن تؤدي إلى تحركات هامة لأسعار الشركة المندمجة والأخرى الدامجة لها. عموماً فإن عمليات التحكيم هنا سوف تؤدي إلى أن يظهر سعر جديد بين السعرين السائدين لأسهم الشركتين قبل الاندماج.

كذلك فإن إصدار سندات تقليدية من شأنه وضع رؤوس أموال جديدة تحت تصرف المشروع، الأمر الذي يؤدي إلى جذب انتباه الجمهور له، وهو ما يمكن أن يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم.

كذلك الحال عند إصدار سندات قابلة للتحويل لأسهم فإنها تؤثر في الأسعار في ظل حرية اختيار المدخر بين نوعين من القيم.

وهنا تدخل العديد من الاعتبارات عند المدخر منها: الجزء السنوي المباشر القابل للتحويل إلى أسهم، وأشكال التحويل، والاكتتاب...الخ. كذلك فإن التقييم السنوي سيؤدي بالمدخر إلى الاتجاه نحو الأسواق الأخرى معدلاً لعبة العرض والطلب في كل سوق.

العناصر الفنية:

إلى جانب تلك العناصر والتي تتميز بتدفق أو بانحسار رؤوس الأموال والأوراق المالية، يوجد العديد من العناصر الفنية والتي ترتبط بآلية البورصة ذاتها. ومن بين تلك العناصر، يمكن أن نذكر أثر بعض طرق إدارة حافظة الأوراق المالية وعنصر التوقع أو عنصر المبالغة.

وبعد هذا العرض المسهب لبعض العناصر التي تؤثر على سوق الأوراق المالية، فإن قائمة المؤثرات لم تكتمل.

إذ لم نذكر شيئاً عن التقدم الفني والذي يغير من موقف المشروعات، كذلك لم نتطرق إلى عنصر المنافسة الدولية، أو المعايير الحمائية، أو الظروف الاجتماعية، أو الصراعات الداخلية غير المتوقعة...الخ. عموماً يعد أي ادعاء بإحصاء كل العناصر المؤثرة على أسعار الأوراق المالية وليد المبالغة وحدها.

وإزاء تعدد تلك العوامل المؤثرة تثار التساؤلات التالية: هل يجب العدول - لعدم القدرة - عن كل أمل لفهم أو تفسير عمل البورصة ؟ وهل يمكن قبول الفكرة القائلة بأن الأسعار في البورصة هي الثمرة الوحيدة للصدفة والتي تمثل الأشخاص الاقتصادية فيها الأدوات الرئيسية غير الواعية ؟.

بداءة لا يمكن أن يكون عمل البورصة إلا انعكاساً لهيكل السوق. فمن المؤكد أن اتجاه السوق في فترة زمنية محددة يمكن اعتباره كمحصلة لمجموعة من العناصر أكثر أو أقل ارتباطاً بعضها ببعض. ومن هنا نستطيع إدراك صعوبة التنبؤ - على الأقل في الأجل القصير - وكذلك إدراك اتساع مدى تحركات الأسعار في مثل هذا الإطار المعقد والمتشابك السلوك.

والخلاصة أن المخاطر المرتبطة بالتوظيف في البورصة هامة. وللحد منها فإن معرفة الأسباب الرئيسية للتغير في الأسعار ضرورية وهامة. لمعرفة هذه التغيرات يجب التفريق بين كل من القيم ذات العائد الثابت وتلك ذات العائد المتغير.

تغيرات القيم ذات العائد الثابت:

لما كان حائزو السندات يحصلون على فوائد، فإن المغري لهؤلاء ليس العائد الاسمي، وإنما العائد الحقيقي.

وعلى ذلك سوف تتأثر عوائد السندات بمعدلات الفائدة. وتكون أسعار السندات حساسة لتغيرات أسعار الفائدة. والأمر يتعلق بالسوق النقدي والسوق المالي والتضخم. وترتبط هذه الحساسية بالقرض (مدته - آجال السداد...الخ).

أيضاً تتوقف أسعار السندات على قرارات الدولة وسياساتها الاقتصادية، طبقاً لما إذا كانت تؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض العائد المالي للأوراق المالية المشتراة. فإذا خففت أو أثقلت الدولة بالضرائب على الفوائد وفوائض القيمة، فإن عوائد السندات ستتغير بنفس القدر، وهو ما يولد تغيراً في الأسعار كنتيجة منطقية لتغير الربحية المحتملة للسند.

وهذا هو الحال أيضاً إذا ما شجعت الدولة الادخار طويل الأجل، أو اتخذت من المعايير ما يساعد على تحرير رأس المال ويصبح بالتالي متاحاً للسوق المالي. أيضاً يمكن أن يؤثر تطور الأسواق التمويلية الدولية الأخرى في أسعار السندات الوطنية.

فواقع الأمر أن تلك السندات الأخيرة سيكون الطلب عليها منخفضاً لو كانت هناك بدائل منافسة في الأسواق الأجنبية، ويكون المشروع أيضاً مصدراً لعوامل تؤثر

في أسعار السندات، فكل العوامل التي يمكنها - في الأجل القصير أو الطويل - إعاقة استمرارية نشاط المشروع أو قدرته على السداد تؤثر بالسلب على سعر الورقة. يضاف إلى ذلك الوضع التنافسي للسندات مع الأسهم، فزيادة الأرباح الموزعة أو ارتفاع أسعار الأسهم يخفض من أسعار السندات.

تغيرات القيم ذات العائد المتغير:

لما كان العائد المباشر للأسهم هو الأرباح الموزعة، فكل حقيقة أو معلومة في سوق التمويل تتعلق بمستوى الأرباح سوف تؤثر على أسعار الأسهم. فالمصادر الأولى لتغيرات أسعار الأسهم ترتبط بالمشروع.

ومن بين أهمها نذكر: النتائج السابقة للمشروع ولكن أيضاً المتوقعة، وتطور رقم الأعمال، والصادرات، والربحية الاقتصادية للمال الخاص المحققة والمستقبلة، والتوقع على نوع قطاعه (تكنولوجيا - تسويق...الخ)، والنمو المعلن والمنتظر، وأهمية ونوعية المعلومات المنشورة، و **P.E.R.** وهو مقياس للتقويم السوقي للورقة المالية ويعبر عن عدد المرات التي يكون فيها الربح متضمناً في السعر، فارتفاع الـ**P.E.R** يتناسب مع سعر الورقة المالية - السهم - ويدل على ارتفاع

الفصل الثالث والعشرون

صناديق الاستثمار[1]

Investment Funds

"صورة واحدة أفضل من ألف كلمة"

مثل صيني

أصبحت صناديق الاستثمار معروفة تماماً كأحد أنواع المؤسسات المالية سواء بالنسبة للمستثمرين الأفراد أو المنظمات لذلك سوف نركز في هذا الفصل على إعطاء تعريف وفكرة عامة عن صناديق الاستثمار وأسلوب إدارة الأموال الخاصة بهذه الصناديق، ومدخل المقايضة بين العائد والمخاطر ثم بيان أشكال أو أنواع صناديق الاستثمار وأسلوب تقييم أدائها.

ماذا يقصد بصناديق الاستثمار Mutual؟.

هي صناديق تنشئها البنوك أو شركات التأمين أو الشركات المساهمة وتديرها شركات مساهمة مستقلة ذات خبرة وكفاءة في إدارة صناديق الاستثمار، وبهدف تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق استثمار، واستخدام

١- لمزيد من المعلومات يمكن الرجوع إلى:

ـ د. محمد مطر، فايز تيّم، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره.

د. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، طبعة جديدة معدلة، ٢٠٠١.

حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، دمشق ـ القاهرة، ٢٠٠٦.

حصيلة تلك الأموال في الاستثمار في الأوراق المالية وبما يحقق الكفء والعائد المناسب لحملة الوثائق.

هذا وتمثل صناديق الاستثمار القنوات التي تمر من خلالها المدخرات لتتحول إلى استثمارات، حيث تقوم هذه الصناديق بتجميع المدخرات من العديد من الأفراد وتحويلها إلى محافظ استثمارية ضخمة، وتتكون محفظة الاستثمارات الواحدة من عدد من الأسهم قد تزيد عن ٢٠٠ ورقة مالية مختلفة.

ويتولى إدارة هذه المحفظة مدير محترف لديه القدرة والإمكانيات اللازمة لإدارة هذه الاستثمارات، يشترك أكثر من مستثمر في ملكية صندوق الاستثمار، ويمتلك كل مستثمر نصيباً في الصندوق على الشيوع يسمى وثيقة الاستثمار.

وتمثل كل وثيقة نسبة من ملكية المستثمر للأوراق المالية التي يحتوي عليها الصندوق، ومهمة مدير الصندوق انتقاء واختيار الأوراق المالية التي سيتم منها تكوين المحفظة التي تتناسب مع الأهداف الاستثمارية لمالكي الصندوق.

نشأة صناديق الاستثمار:

يجب أن تتخذ صناديق الاستثمار شكل شركة مساهمة برأس مال نقدي، وأن تكون أغلبية أعضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه أو المتعاملين معه أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة.

وأن الجهات التي يجوز لها مزاولة نشاط صناديق الاستثمار هي:

البنوك.

شركات التأمين.

الشركات المساهمة.

تصنيفات صناديق الاستثمار:

أولاً: صناديق الاستثمار المحملة وغير المحملة

Load and no – Load funds

يمكن تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لتكلفة البيع إلى صناديق محملة وغير محملة، فالصناديق المحملة تعني تحميل البائع تكلفة البيع أما غير المحملة فتعني أن

الصندوق يتحمل تكلفة ـ الدعاية والترويج ـ يلاحظ في الصناديق المحملة التي تتبع شركات السمسرة **Brokerage Firms** والتي تتحمل التكلفة نظير عملية البيع حيث تتراوح بين (٣ ٪) و (٨,٥ ٪) بينما يدفع المستثمر هذه التكلفة على الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع في الصناديق المحملة.

إدارة صناديق الاستثمار **Management of mutual funds**:

تعتبر المهمة أو المسؤولية الأساسية لمدراء المحافظ المالية بصناديق الاستثمار هي الاستثمار الجيد للأموال التي تكون ملائمة للمستثمرين وتحقق نمواً بمرور الزمن، ولكي تستطيع صناديق الاستثمار تغطية أعباءها أو تكاليفها تكاليف إدارية فإنها ما لا يتجاوز ١ ٪ سنوياً من إجمالي أصولها، بجانب المكافآت والرواتب لمدراء المحافظ، وبهذا نجد أن التكلفة الإدارية لهذه الصناديق تتضمن أيضاً التكاليف الكتابية والاحتفاظ بالسجلات وإدارتها، وتعتبر هذه التكاليف ذات دلالة خاصة مع تزايد عدد المستثمرين بالصندوق **لعدة أسباب:**

بصفة عامة يتولى مدراء هذه الصناديق تحليل الظروف الاقتصادية واتجاهات الصناعة وإعداد التنبؤات المتعلقة بذلك وأثرها المحتمل على الشركات.

يقوم مدراء المحافظ المالية بتعديل المحفظة لتتوافق مع التغير في الظروف الاقتصادية.

يجب إسناد عملية إدارة أنشطة صندوق الاستثمار بالكامل إلى جهة ذات خبرة في إدارة صناديق الاستثمار ويطلق على هذه الجهة اسم (مدير الاستثمار) ويشترط في مدير الاستثمار ما يلي:

أن يتخذ شكل شركة مساهمة.

أن تتوافر في القائمين على مباشرة النشاط والمسؤولين عنه الخبرة والكفاءة اللازمة لإدارة نشاط صناديق الاستثمار.

ألا يكون قد سبق لأعضاء إدارة الشركة ومديرها والعاملين لديها أو المدير ممثل مدير الاستثمار الأجنبي وأعضاء الجهاز العامل لديه، فصلهم تأديبياً من الخدمة أو منعهم تأديبياً من مزاولة مهنة السمسرة أو أية مهنة حرة، أو حكم عليهم

بعقوبة جناية أو جنحة ماسة بالشرف أو الأمانة أو بعقوبة مقيدة للحرية في إحدى الجرائم المنصوص عليها في قوانين الشركات أو التجارة أو سوق رأس المال أو حكم بإشهار إفلاسه.

أداء تأمين يحدد قيمته والقواعد والإجراءات المنتظمة للخصم منه واستكماله وإدارة حصيلته وكيفية رده بقرار من مجلس إدارة الهيئة.

أموال الصندوق (وثائق الاستثمار):

تتكون أموال الصندوق والتي تصدر مقابل وثائق استثمار من جزأين كما يلي:

رأس المال النقدي أو المبلغ المخصص لمزاولة النشاط.

المبالغ التي يتم تجميعها مقابل قيم وثائق الاستثمار المكتتب فيها والمخصصة لحملة الوثائق.

مزايا الاستثمار في الصناديق:

وتتميز صناديق الاستثمار بالمزايا التالية:

توافر الإدارة المحترفة:

إذ يجب أن يتولى إدارة الصندوق شركات وأشخاص محترفون متقنون لفن إدارة هذه الصناديق ويقومون بدراسة أداء كل شركة من الشركات المقيدة بالبورصة، كما يقوم مديرو هذه الصناديق بمراجعة أداء الصناديق نفسها بشكل دوري وفي ضوء الأهداف المحددة للصندوق، لكي يعيدوا النظر في تشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق، سواء باستبعاد أوراق بعينها أو استبدال أوراق بأخرى أو إضافة أوراق جديدة وفقاً للتغيرات الحاصلة في الظروف الاقتصادية.

تنويع الاستثمارات:

والمقصود بالتنويع هنا قيام إدارة الصندوق باستثمار أمواله في مجموعة متنوعة من الأوراق المالية من قطاعاته المختلفة في السوق (مثل قطاع الزراعة أو قطاع الصناعة أو قطاع السياحة والفنادق....... الخ). وهذا التنوع في الأوراق المالية المكونة للصندوق يقلل من مخاطر الاستثمار فيه، كما يمكن أن يقلل من الخسائر التي قد يتعرض لها المستثمرون في الصندوق، وذلك لأنه إذا حقق الصندوق بعض الخسائر

نتيجة انخفاض سعر ورقة مالية معينة، سيتمكن من تعويض هذه الخسارة بارتفاع سعر ورقة مالية أخرى.

تخفيف المخاطر الناجمة عن الاستثمار:

يتمتع صندوق الاستثمار بالإمكانات المالية العالية (نظراً لتجميع أموال العديد من المستثمرين فيه) وتوافر الخبرة الكبيرة لدى مديريه، وبذلك سيتمكن الصندوق من تنويع استثماراته، مما يقلل من مخاطر الاستثمار.

والجدير بالذكر أن ذلك لا يتوافر لصغار المستثمرين الذين لا يملكون إلا قدراً يسيراً من الأموال لا يمكنهم من تنويع استثماراتهم في العديد من الأوراق المالية، وبذا سنجد أن توجيه الأموال للاستثمار في أحد الصناديق أكثر ضماناً وأماناً بالنسبة لصغار المستثمرين.

تنوع الأهداف الاستثمارية بما يناسب كل مستثمر:

إذ أن لكل صندوق استثمار أهدافه المختلفة، مثل الصناديق التي تهدف إلى تحقيق نمو في رأس مال الصندوق (نمو رأسمالي) والصناديق التي تستهدف تحقيق عائد دوري، والصناديق المخصصة التي تستثمر أموالها في قطاعات بعينها، بالإضافة إلى الصناديق التي تستثمر أموالها في أوراق مالية معينة (مع تنوع الشركات المصدرة لها) مثل: السندات ذات العائد الثابت.

سهولة استرداد أموال المستثمرين:

يستطيع المستثمر في أحد الصناديق بيع وشراء وثائق الاستثمار بسهولة وبساطة، لكن ينبغي على المستثمر قبل أن يتخذ قراره بالاستثمار في صندوق معين، أن يستشير مستشاره المالي، وقد يكون هذا المستشار إحدى شركات السمسرة أو أي مستشار مالي في أحد البنوك، أو شركات الاستثمار.

ويقوم المستشار المالي بتحليل احتياجات المستثمر وأهدافه الاستثمارية وترشيح الصندوق الذي يتناسب مع إمكانياته وأهدافه من الاستثمار.

ثانياً: أنواع صناديق الاستثمار:

تقوم شركات الاستثمار بتجميع الأموال من جمهور المستثمرين لشراء الأوراق المالية التي يتم إصدارها بواسطة منظمات الأعمال والوحدات الحكومية وغيرها من المؤسسات، وتقوم هذه الشركات بإدارة محافظ الاستثمارات وتقديم العديد من الخدمات للمساهمين فيها، ويمكن تقسيم صناديق الاستثمار بطريقتين:

من حيث طريقة التعامل مع وثائق الاستثمار:

صناديق الاستثمار مغلقة النهاية Closed – End funds:

وفي هذه الصناديق تقوم الشركة المنشئة للصندوق بإصدار عدد معين من الوثائق ليتم التعامل عليها بالبيع أو الشراء في بورصة الأوراق المالية، دون لجوء المستثمر إلى الشركة المنشئة للصندوق، أي أن الشركة تصدر الوثائق وتبيعها للمستثمرين ثم يخلو طرفها تجاه المتعاملين في هذه الوثائق ولا تكون ملزمة باسترداد وثائق الاستثمار مرة أخرى من حملتها.

ويتضح مما سبق ثبات أموال الصندوق وعدم الحاجة إلى توفير سيولة نقدية لمواجهة طلبات الاسترداد، وهذا يوفر ميزة نسبية لمدير الصندوق في استثمار كل الأموال المتاحة للصندوق دون أن يضع في حسبانه أي طلبات استرداد مفاجئة، إلا أن هذا الأمر يمثل من ناحية أخرى قيداً على المستثمرين لأن استرداد قيمة وثائقهم يتم عن طريق البورصة وبمقابل يتحدد حسب قوى العرض والطلب، وقد يعرض بعض الوثائق في البورصة في أوقات معينة ولا تجد من يشتريها.

صناديق الاستثمار مفتوحة النهاية Open – end funds:

وفيها تصدر الشركة صاحبة الصندوق أي عدد من وثائق الاستثمار وتكون ملزمة باسترداد الوثائق ودفع القيمة الاستردادية لها إلى حملتها، وفي هذه الحالة لن يحتاج حاملو وثائق هذه النوعية من الصناديق إلى اللجوء إلى بورصة الأوراق المالية لبيع هذه الوثائق.

من حيث أجل الاستثمار:

صناديق استثمار طويلة الأجل:

ويكون الهدف من إنشاء هذه الصناديق استثمار الأموال استثماراً على المدى الطويل، أي أن الصندوق لن يستهدف تحقيق الأرباح السريعة وإنما سيهدف إلى تحقيق أرباح وعوائد على المدى الطويل.

وتنقسم هذه الصناديق إلى: صناديق استثمار في الأسهم والسندات، وصناديق استثمار متنوعة لمستثمر في الأسهم والسندات.

صناديق استثمار قصيرة الأجل:

وفيها يتم استثمار أموال الصندوق في أدوات مالية قصيرة الأجل يتم تداولها في سوق النقد، وهي تلك الأدوات التي يكون تاريخ استحقاقها أقل من سنة من إصدارها، مثل شهادات الاستثمار والودائع وأذون الخزينة.

أشكال وأنواع صناديق الاستثمار Types of Mutual funds:

نظراً لتفاوت واختلاف الأهداف من مستثمر لآخر، لذلك لا يمكن لمحفظة واحدة أن ترضي مختلف المستثمرين الأمر الذي يؤدي إلى تنوع صناديق الاستثمار، الأمر الذي يتطلب إبراز الأشكال والأنواع الشائعة من هذه الصناديق.

أولاً: أنواع صناديق الاستثمار في الأسهم:

- صناديق العائد الدوري:

وتقوم بالاستثمار في أسهم الشركات ذات التوزيعات (أي الأرباح) الدورية المرتفعة، فيتمكن الصندوق من دفع توزيعات دورية لحملة وثائقه.

- صناديق النمو الرأسمالي:

وتقوم بالاستثمار في أسهم الشركات التي يتوقع أن تحقق نمواً سريعاً. وتهدف هذه النوعية من صناديق الأسهم أساساً إلى تحقيق أرباح رأسمالية (أي زيادة رأسمال المستثمرين المشتركين في الصندوق) لزيادة رأس مال الصندوق ككل، وليس لتحقيق أرباح دورية يتم توزيعها على حملة الوثائق.

- صناديق العائد الدوري مع النمو الرأسمالي:

وتقوم هذه الصناديق بالاستثمار في أسهم الشركات التي تقوم بتوزيع كوبون دوري مرتفع، وتتميز كذلك بإمكانية تحقيقها لنمو رأسمالي سريع.

- صناديق المخاطرة العالية:

وتقوم بالاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة حديثة التأسيس، أو في أسهم شركات تكنولوجيا المعلومات التي تتميز بإمكانية تحقيقها لمعدل نمو سريع.. ويهدف الصندوق بذلك إلى تحقيق أرباح رأسمالية على المدى الطويل.

- صناديق متخصصة:

وتقوم بالاستثمار في أسهم شركات تعمل في مجال معين، مثل أسهم شركات البترول أو الأسمنت أو الأسمدة الزراعية.

- صناديق إقليمية:

تقوم باستثمار أموالها في شركات تعمل داخل إقليم معين، مثل الصناديق التي تستثمر في أوربا الشرقية فقط أو أمريكا اللاتينية، أو الشرق الأوسط.. الخ

- صناديق عالمية:

وتقوم هذه الصناديق بالاستثمار في أسهم الشركات العالمية مثل مايكرو سوفت وفودافون وغيرها.

- صناديق الأسواق الناشئة:

تقوم هذه النوعية من الصناديق بالاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية الناشئة فقط، نظراً لما يتوقعه مديرو هذه الصناديق من تحقيق هذه الأسواق لمعدلات نمو مرتفعة ويطلق مصطلح الأسواق الناشئة على بعض الأسواق المالية حديثة العهد والتي تكون بها فرص استثمارات جديدة وواعدة.

ثانياً: أنواع صناديق الاستثمار في السندات

ـ صناديق السندات الحكومية:

وتستثمر هذه الصناديق أموالها في السندات الحكومية ذات الآجال المختلفة، نظراً لما تتمتع به من أمان ونسبة مخاطرة متدنية.

ـ صناديق سندات الشركات:

وتهدف هذه الصناديق إلى تحقيق أعلى مستوى من الدخل، من خلال الاستثمار في سندات الشركات الخاصة ذات الآجال المختلفة

ـ صناديق السندات العالمية:

وتقوم هذه الصناديق بالاستثمار في السندات التي تصدرها شركات موجودة في دول مختلفة.. ويعتبر ذلك ضرباً من ضروب التنويع في الاستثمار.

ـ صناديق العائد المرتفع مع المخاطرة المرتفعة:

وتستثمر هذه النوعية أموالها في سندات الشركات التي تحقق عائداً مرتفعاً وتتميز كذلك بنسبة مخاطرة مرتفعة، وفي العادة يتم تقييم هذه النوعية من السندات بدرجة ائتمانية أقل من درجة الاستثمار الجيد.

ثالثاً: أنواع صناديق الاستثمار المتنوعة

ـ صناديق الأصول المتنوعة:

وتستهدف هذه النوعية من الصناديق تحقيق أعلى عائد ما من خلال الاستثمار بنسب ثابتة في الأسهم والسندات وأدوات سوق النقد، مثل الودائع وشهادات الاستثمار.. الخ

ـ الصناديق المتوازنة:

ويتم إنشاء هذه الصناديق بهدف المحافظة على قيمة أصول الصندوق (أي على رأس المال المستثمر فيه والعائد المستحق من ورائه).. ويتم ذلك من خلال الاستثمار في نسب ثابتة من الأسهم والسندات فقط.

- صناديق الاستثمار المفتوح:

وتسمى كذلك صناديق الاستثمار بنسب غير محددة. وتهدف هذه الصناديق أساساً إلى تحقيق أعلى عائد ممكن من خلال الاستثمار في الأسهم والسندات وأدوات سوق النقد بنسب غير محددة (أي نسب مفتوحة)، إذ يمكن استثمار رأس مال الصندوق بنسبة ١٠٠٪ في الأسهم فقط، أو في السندات فقط، أو في أدوات سوق النقد فقط. وتتأثر نسبة الاستثمار في أي من هذه الأدوات بظروف السوق وحركته.

- الصناديق المتنوعة ذات العائد الدوري:

وتهدف هذه الصناديق إلى تحقيق أعلى عائد دوري ممكن من خلال الاستثمار في الأسهم والسندات التي تقوم بتوزيع أرباح وعوائد دورية بصفة منتظمة.

رابعاً: أنواع صناديق الاستثمار في سوق النقد:

- صناديق الإصدارات الحكومية:

وتقوم باستثمار أموالها في أدوات النقد قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة مثل أذون الخزانة أو أي أدوات أخرى قصيرة الأجل وتصدر من جانب أي جهة حكومية.

- صناديق الإصدارات غير الحكومية:

وتستثمر أموالها في أدوات سوق النقد التي لا تصدرها الحكومة، مثل شهادات الإيداع والأوراق التجارية وغيرها من الأدوات النقدية ذات الأجل القصير.

صناديق الاستثمار الدولية International Funds:

زاد الاهتمام في السنوات الأخيرة بالأوراق المالية الأجنبية فقد لوحظ أن المستثمرين في الماضي كانوا يتجنبون الاستثمار في مثل هذا النوع من الأوراق نظراً للتكلفة المرتفعة للتعامل والمعلومات المتعلقة بالأوراق المالية الأجنبية المصاحبة لعمليات الشراء وتقييم النتائج.

أدى ما سبق إلى ظهور صناديق الاستثمار الدولية حيث يمكن من خلالها الاستثمار في مثل هذا النوع من الأوراق بتكلفة معقولة.

يلاحظ أن عوائد الأسهم الدولية لهذه الصناديق لا تتأثر فقط بأسعار أسهم الشركات الأجنبية، وإنما أيضاً بأسعار العملات الأجنبية التي تقوم بها هذه الأسهم، فكلما كانت قيمة العملة الأجنبية أقوى في مواجهة الدولار زادت قيمة هذه الأسهم الأجنبية مقومة بالدولار، وبذلك يحقق المستثمر الأمريكي عوائد ليس فقط من ارتفاع أسعار الأسهم الأجنبية، ولكن أيضاً من ارتفاع أسعار العملات الأجنبية بالمقارنة بالدولار، ويحدث مخاطر إذا حدث العكس، من هذا يتضح أن هذا النوع من الصناديق يقصر استثماراته على الأوراق المالية الدولية فقط.

وهناك نوع آخر من الصناديق لا يقتصر على الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية، وإنما يدخل فيها الأسهم الوطنية ولكن بنسبة صغيرة وتسمى بصناديق الاستثمار الكونية **Mutual fund global** يلاحظ أن مثل هذه الصناديق سواء الدولية أو الكونية – تدخل في محافظها أسهم العديد من الدول المختلفة (التنويع) بهدف الحد من المخاطر التي تتعرض لها المحفظة من تلك الظروف الاقتصادية لأي من هذه الدول.

ولأهمية إبراز تباين صناديق الاستثمار في تحديد أهدافها والسياسات التي تتبعها يعرض الدكتور محمد عباس حجازي نماذج فعلية لأهداف وسياسات بعض صناديق الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية منها:

صندوق استثمار متحفظ (صندوق "ويلنجتون" بالولايات المتحدة الأمريكية):

يتبع سياسة متحفظة متوازنة مصممة لتمد المستثمرين المتحفظين ببرنامج رشيد للاستثمار وفقاً للأهداف التالية:

المحافظة على الأصل.

تحقيق عائد (دخل) معقول على الاستثمار.

تحقيق أرباح رأسمالية دون تحمل مخاطر لا يوجد ما يبررها.

ويحاول مستشار الصندوق تحقيق هذه الأهداف للصندوق من خلال برنامج متوازن ومتنوع للاستثمار في السندات والأسهم الممتازة والعادية.

صندوق استثمار متوازن (صندوق "إكس هيفتون" للأسهم):

الهدف الأساسي للصندوق هو النمو في الأجل الطويل، ولكنه يهدف أيضاً إلى المحافظة على قيمة رأس المال، ولتحقيق أهدافه فإن أموال الصندوق تستثمر عادة في الأسهم العادية والممتازة، وفي بعض الأحيان عندما تعتقد الإدارة أن الظروف الاقتصادية تبين الحاجة لموقف دفاعي فإنه يتم استثمار جزء كبير من الأموال في سندات إلى أن يتبين أن مستقبل الأسهم أكثر ملاءمة.

صندوق استثمار للنمو (صندوق "ماسوشتس" للأسهم متزايدة القيمة):

يهدف الصندوق إلى تحقيق نمو طويل الأجل للأصل وعائد مستقبلي كبير بدلاً من العائد الجاري، ولتحقيق هذا الهدف فإن سياسة الصندوق تتمثل في استثمار أمواله، فيما عدا أرصدته النقدية العاملة، في الأسهم العادية أو الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم عادية للشركات التي تعتقد الإدارة أنها آفاق أعلى من المتوسط للنمو في الأجل الطويل، وأنه لا يمكن تغيير هذه السياسات دون الرجوع للجمعية العامة للمساهمين.

وبصفة عامة فإن الآفاق المستقبلية تكون للشركات التي تنتج أنواعاً من السلع والخدمات التي من المتوقع زيادة الطلب عليها، أو تلك التي تتبع سياسات متقدمة لاستحداث سلع وخدمات جديدة أو محسنة، واختراق أسواق جديدة وتوسيع الأسواق الحالية من خلال الأبحاث المكثفة والإدارة المتمكنة والتي تحتفظ في العادة بجزء كبير نسبياً من أرباحها للبحث والتنمية وتعيد استثمار أرباحها في الأصول العاملة.

وبالتالي فإن التركيز سيكون على أسهم الشركات الرائدة التقدمية التي يتم إدارتها بصورة رشيدة وتعتقد إدارة الصندوق أنها واعدة بدلاً من أن تكون إدارة هذه الشركات قائمة على احتمالات تخمينية أو تركز نشاطها في مناطق محدودة.

الإنماء الرأسمالي (صندوق مانهاتن):

أهداف الاستثمار هي تحقيق زيادة في القيمة الرأسمالية في الأجل الطويل، ومستقبل نمو القيمة الرأسمالية سيكون هو الأساس الوحيد تقريباً في اختيار أوراق المحفظة وأي دخل يتحقق من هذه الأوراق سيكون أمراً عرضياً بالمقارنة بهدف

النمـو، سياسـة الصـندوق الخاصـة باختيـار الأوراق المالية الـتي مـن المعتقـد أن لها مسـتقبل تزايـد القيمـة الرأسمالية في الأجـل الطويـل، يعـني أن أصـول الصـندوق ستكون عرضة لمخاطر أكبر من تلك التي تتعرض لها أصول الصندوق في حالة الاستثمار في أوراق مالية لا يتوقع أن تكون لها خصائص القدرة على النمو، وعند اختيار أوراق المحفظة يأخذ الصندوق في الحسبان عدة عوامل مثل تنمية المنتجات، الطلب، نسب أو مستوى التشغيل، استخدام الأرباح في التوسع، وإمكانيات الإدارة، وتحليـل القيمـة الحقيقيـة للشـركات، وتحركـات السـوق، والحالـة الاقتصـادية والسياسـة العامـة، ومـن المتوقـع أن تمثـل الأسـهم العادية كـل أو معظـم اسـتثمارات الصـندوق في المحفظـة، ولكـن الصـندوق لا يحظـر الاسـتثمار في الأسـهم الممتـازة والسندات حيث توجد فرصة للنمو الرأسمالي، وعندما تجد إدارة الصندوق أن هناك ما يبرر إتباع موقف أكثر تحفظاً أو دفاعياً فإنها قد تستثمر في سندات أو غيرها من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت أو تحتفظ بأموال الصندوق في صورة نقدية سائلة دون حدود ترقباً للفرص المؤاتية.

وواضح من استعراض أهداف وسياسات صناديق الاستثمار الأربعة المبينة أعلاه أن الأهداف والأولويات مختلفة تماماً فبينما يركز الصندوق الأول على هدف تحقيق دخل دوري على الاستثمار فإن الصندوق الثاني يرمي إلى تحقيق دخل دوري بالإضافة إلى أرباح رأسمالية، بينما الأولوية بالنسبة لكل من الصندوقين الثالث والرابع هي تحقيـق زيـادة في القيمـة الرأسمالية لـلأوراق المالية في الأجـل الطويـل، وإن كـان الصندوق الرابع يأخذ مخاطرة محسوبة أكبر من تلك التي يأخذها الصندوق الثالث.

وعلى كل مستثمر أن يختار وثائق الاستثمار التي يصدرها المصرف الذي تتفق أهدافه وسياساته مع ظروف وإمكانيات وأهداف هذا المستثمر.

والأمر المهم بالنسبة لأي مستثمر عند المفاضلة بين صناديق الاستثمار هو درجة المخاطرة التي يأخذها الصندوق على النحو المعلن عنه في النشرات والكتيبات التي يصدرها فالفرد الذي يعتمد على دخل الاستثمار لمواجهة مصروفات معيشته اليومية يفضل في العادة أن يشتري وثائق الاستثمار التي تصدرها الصناديق المتحفظة حتى إذا ما اضطر إلى تسييل جزء من استثماراته لمواجهة ظروف الحياة في سوق غير مؤاتية

(سوق كاملة مثلاً) لا يتحمل خسائر، إما إذا كان المستثمر يستطيع أن يتحمل مخاطرة أكبر فيمكنه أن يشتري الوثائق التي تصدرها الصناديق التي تركز على النمو وتهدف إلى تحقيق زيادة في القيمة الرأسمالية في الأجل الطويل وعائد مستقبلي كبير بدلاً من العائد الجاري.

كيف تختار الصندوق المناسب ؟:

قبل أن تبدأ في الاستثمار في أحد الصناديق ينبغي عليك أولاً أن تجيب على بعض الأسئلة، مثل:

ما هي أهدافه الاستثمارية ؟

إذ يجب عليك أن تحدد أولاً حجم العائد الذي تريد تحقيقه ونوعه، وقيمة المبلغ الذي تستطيع استثماره، كما ينبغي عليك أن تضع لنفسك أهدافاً طويلة الأجل، مثل تحقيق مبلغ كاف تستطيع الإنفاق منه بعد بلوغ سن التقاعد، وأهدافاً أخرى قصيرة الأجل، مثل دفع أقساط الشقة أو السيارة.

كما ينبغي عليك كذلك أن تدخر مبلغاً من المال ليكون رصيداً احتياطياً لك تستطيع اللجوء إليه وقت الحاجة، وبالتالي فإن عليك أن تتأنى وتأخذ وقتك لتحدد أهدافك من الاستثمار واحتياجاتك المالية في المستقبل، قبل أن تتخذ قرار الاستثمار.

ما هي مدة الاستثمار ؟

ينبغي عليك أن تحدد مدة زمنية ستحاول فيها تحقيق أهدافك الاستثمارية وتحديد مدة الاستثمار أساس مهم يبنى عليه نوع الاستثمار نفسه، فإذا أردت مثلاً أن تسترد المال الذي ستستثمره بعد فترة قصيرة، فإن الواجب عليك أن تختار استثماراً آمناً والذي عادة ما يكون ذا عائد منخفض ويسهل استرداد رأس المال المستثمر. أما إذا رغبت في استثمار أموالك على المدى الطويل، ففي هذه الحالة ينبغي عليك ألا تنزعج إذا ارتفعت أو انخفضت قيمة الاستثمارات طوال فترة الاستثمار، بل عليك التركيز على هدفك الأساسي وهو تحقيق عائد أكبر على المدى الطويل.

والآن وبعدما حددت أهدافك من الاستثمار يمكنك اختيار الصندوق ولكن مع مراعاة حجم المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها استثماراته مثل:

تذبذب أسعار الأسهم.

تغير أسعار الفائدة وتأثير ذلك على أسعار السندات في السوق.

عدم قدرة الشركات المصدرة للسندات على الوفاء بالتزاماتها المالية.

التضخم الذي قد يؤدي إلى ضعف القدرة الشرائية للعملة المحلية، بسبب ارتفاع الأسعار.

العائد والمخاطر لصناديق الاستثمار

تحقق صناديق الاستثمار عوائد لمساهميها بطرق ثلاث:

قد يتحقق العائد من الإيرادات المتحصل عليها في شكل توزيعات أو الكوبونات التي يحصل عليها المستثمر، فهذه تشكل توزيعات يحصل عليها المساهمون في هذه الصناديق.

قد يتحقق العائد من الأرباح الرأسمالية **Capital gains** من خلال بيع الأوراق المالية من خلال الصندوق، والمساهمون في هذه الصناديق عليهم الاختيار بين الحصول على التوزيعات والأرباح الرأسمالية أو طلب إعادة استثمار هذه التوزيعات في الصندوق، ويشكل هذا أو يعتبر بمثابة شراء وثائق أو حصص إضافية في الصندوق.

يتحقق النوع الثالث من الفوائد بالنسبة للمستثمر في الصندوق من خلال إعادة تقويم سعر الحصة أو الوثيقة في الصندوق، فمع ارتفاع أسعار الأوراق المالية التي في حوزة الصندوق مما ينعكس على القيمة الصافية للأصول بالزيادة، وبذلك يحقق المساهمون في هذه الصناديق مكاسب من خلال بيع حصصهم أو وثائقهم كما هو الحال بالنسبة للمستثمرين حيث يستفيدون بطريقة مباشرة من العوائد المحققة فإنهم يتأثرون أيضاً وبطريقة مباشرة من الخسائر الناجمة عن المحفظة، ويرجع ذلك لأنهم ملاك لهذه الحصص أو الوثائق ولا توجد جماعات أخرى يمكن تحميلها هذه الخسائر.

ويختلف هذا الوضع عنه في حالة البنوك التجارية حيث تحصل على الودائع من جماعة معينة من المستثمرين وتبيع الأسهم لفئة أخرى.

بعد ذلك يمكنك تحديد الصندوق المناسب، بوضع جزء من استثماراتك في استثمارات آمنة ويسهل الحصول عليها (أي أن مخاطر الاستثمار فيها أقل) بينما تضع الجزء الآخر في استثمارات تدر عليك عائداً دورياً، ثم تضع جزءاً ثالثاً في استثمارات تحقق نمواً مرتفعاً (أي أن نسبة المخاطرة فيها عالية).

من حيث نسبة المخاطرة تنقسم الصناديق إلى:

صناديق آمنة:

ونسبة المخاطرة فيها أقل، وعادة ما يقوم المستثمرون بالاستثمار في هذه النوعية من الصناديق للحفاظ على المبلغ الأصلي المستثمر وتفادي التعرض لخسائر قاصمة (أي مخاطر أقل وعائد أقل).

عادة ما تحافظ الصناديق التي تستثمر في سوق النقد على أصل المبلغ المستثمر، ولكنها لا تضمن ذلك.

وتستثمر صناديق سوق النقد أموالها في أدوات قصيرة الأجل ومرتفعة الجودة، وتتميز هذه الصناديق بارتفاع عائدها، لكن عندما تنخفض أسعار الفائدة في السوق ينخفض عائد هذه الصناديق.

صناديق العائد الدوري:

وكما ذكرنا من قبل فإن بعض المستثمرين يقومون باستثمار أموالهم في صناديق توزع عوائد دورية، مثل صناديق السندات أو الأدوات ذات العائد الثابت.

وفي العادة يقوم المستثمر باختيار صندوق السندات المناسب وفقاً للعائد الذي يريد تحقيقه وتبعاً لقدرته على احتمال الارتفاع والانخفاض في أسعار السندات.

وإذا أراد المستثمر تحقيق عائد مرتفع، ينبغي أن يستثمر في الصناديق طويلة الأجل، مع مراعاة أنها قد تتميز بنسبة مخاطر عالية بسبب تذبذب الأسعار طوال مدة الصندوق.

فإذا أردت تقليل نسبة المخاطر يمكنك الاستثمار في الصناديق متوسطة الأجل (أي التي تقل مدتها عن خمس سنوات) وتتمتع بدرجة ائتمان عالية.

صناديق النمو المرتفع:

تعمل هذه الصناديق على نمو زيادة رأس المال المستثمر، وإذا أراد المستثمر تنمية أمواله على المدى الطويل (١٠ سنوات فأكثر) يستطيع استثمار أمواله في صناديق الأسهم.

توزيعات صناديق الاستثمار:

تقوم صناديق الاستثمار (وخصوصاً صناديق العائد الدوري) بتوزيع كوبونات لحملة وثائق الاستثمار فيها، وقد تكون هذه التوزيعات متحققة من صرف بعض كوبونات الأسهم والسندات التي يتكون منها الصندوق أو يستثمر فيها، أو من تحقيق أموال الصندوق واستثماراته لأرباح رأسمالية تتمثل في الفرق بين سعري بيع وشراء الأوراق المالية.

المعاملة الضريبية [1]:

تحصل شركات الاستثمار على إيراداتها من العائد المتولد عن الأوراق المالية التي تتكون منها صناديق الاستثمار، والتي تتمثل في فوائد السندات والتوزيعات على الأسهم، إضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناجمة عن بيع بعض الأوراق المالية بقيمة أكبر من القيمة التي سبق أن اشتريت بها ويتحدد الوعاء الضريبي بخصم رسوم الإدارة والمصاريف من تلك الإيرادات.

ولا تنظر شركات الاستثمار إلى نفسها على أنها شركات بالمفهوم المتعارف عليه، بل هي همزة وصل **Conduit** فقط بين المستثمرين بين الأوراق المالية التي تتكون منها صناديق الاستثمار ولذا فقط نص القانون الضريبي الأمريكي على إعفاء دخل شركة الاستثمار التي يتوافر فيها شروط معينة **Regulated Investment Company** من الخضوع للضريبة، حتى تجنب المستثمر دفع الضريبة مرتين، مرة على دخل الشركة، ومرة أخرى على دخله الشخصي، وتعد هذه ميزة هامة للمستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية منخفضة أو الذي لا يخضع للضريبة

١- أ . د. منير هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، الإسكندرية، منشأة المعارف، ١٩٩٤، ص٤١-٤٦ .

على الإطلاق، فوفقاً للقانون الأمريكي تعفى شركة الاستثمار من ضريبة الدخل إذا توافرت فيها الشروط الآتية:

أن **90** ٪ من إجمالي إيراداتها على الأقل يتمثل من فوائد سندات أو توزيعات على أسهم، أو أرباح رأسمالية ناجمة عن بيع بعض الأوراق المالية.

أن لا تزيد الأرباح قصيرة الأجل عن **30** ٪ من إجمالي الإيرادات ويقصد بذلك الأرباح الرأسمالية والإيرادية المتولدة عن أوراق مالية امتلكتها الشركة لفترة تقل عن ثلاثة أشهر.

أن تصنف الشركة ضمن الشركات الملتزمة بتنويع استثماراتها، على النحو الذي سبقت الإشارة إليه.

أن تجري توزيع ٩٠ ٪ على الأقل من الأرباح والفوائد التي حصلت عليها بمجرد استلامها، ولا تدخل الأرباح الرأسمالية في حساب تلك النسبة.

أن تكون الشركة مسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بوصفها شركة استثمار، وعلى أن تقدم إلى مصلحة الضرائب طلباً بإعفائها من الضريبة.

ومن ثم يمكن القول بأنه إذا كان دخل الشركة معفى من الضريبة فإن حملة أسهمها يخضعون للضريبة، وفقاً للشريحة الضريبية التي تقع فيها دخولهم. هذا ويقضي القانون بأن تقوم الشركة في خلال ٤٥ يوماً من انتهاء السنة الضريبية، بإخطار حملة الأسهم بالجزء من التوزيعات - التي حصلوا عليها - والتي تمثل دخلاً إيرادياً (توزيعات عن أسهم أو فوائد عن سندات).

والجزء الذي يمثل أرباحاً رأسمالية قصيرة الأجل يقصد بها هنا الأرباح الناجمة عن بيع أوراق مالية امتلكتها الشركة لمدة تقل عن سنة، وكذلك الجزء الذي يمثل أرباحاً رأسمالية طويلة الأجل. ولهذا التصنيف أهميته الخاصة في حالة الأنظمة الضريبية التي يخضع فيها الربح الإيرادي والربح الرأسمالي قصير الأجل لمعدل ضريبة يختلف (عادة أعلى) عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية طويلة الأجل.

ولكن ماذا عن الأرباح المحتجزة غير الموزعة ؟

تخضع للضريبة بذات المعدلات التي تخضع لها الشركات الأخرى. ونضيف في هذا الصدد ضرورة إخطار الشركة للمستثمر بالشريحة الضريبية التي خضعت لها الأرباح المحتجزة. لماذا ؟ لأن من حقه أن يطلب من مصلحة الضرائب استرداد جزء من الضريبة التي دفعتها الشركة عما يخصه من تلك الأرباح، وذلك إذا ما كان دخل الشخص يخضع لشريحة ضريبية تقل عن الشريحة التي خضعت لها أرباح الشركة.

وعند تقييم أداء صندوق الاستثمار من المفيد أخذ الاعتبارات التالية في الحسبان:

١ـ استقرار الأداء سنة بعد أخرى يعتبر في نفس درجة الأهمية إن لم يكن أكثر أهمية من الأداء الكلي لعدد أكبر من السنوات، وبالإضافة إلى ذلك فعند فحص بيانات الأداء السنوية يجب على المستثمر المرتقب أن يقرر ما إذا كانت النتائج التي تحققها إدارة الصندوق ترجع إلى الاختيار الموفق أم الرديء للأوراق المالية، وما إذا كانت هناك ورقة أو اثنتان من الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة هي السبب الرئيسي وراء النتائج التي يحققها الصندوق.

٢ـ الأداء السابق هو مرشد جيد لاتخاذ القرار المرتبط بالاستثمار في الصناديق، ولكنه مرشد فقط ليس هناك سبب ضروري لأن يعاد أداء الماضي في المستقبل، وبالتالي فإن النصيحة قد تكون شراء وثائق في عدد من صناديق الاستثمار المتميزة في أدائها والتي تكون أهدافها متفقة مع أهداف المستثمر بدلاً من ربط أموال المستثمر كلها في صندوق واحد.

٣ – أهداف صناديق الاستثمار على النحو المبين في النشرات والكتيبات التي تصدرها قد تضع تأكيداً كبيراً على النمو بالمقارنة مع جوانب الدخل الجاري، وقدراً غير كافٍ على الأمان بالمقارنة بجوانب المخاطرة، ويجب على المستثمر أن يزن هذه الاعتبارات في ضوء ظروفه وأولوياته وإمكانياته.

من هذا يتضح أن صناديق الاستثمار هي مؤسسات مالية تقوم بإصدار وثائق أو حصص مشاركة تبيعها للجمهور وتستثمر حصص البيع في تكوين محفظة أوراق

مالية وفقاً لأهداف محددة وسياسات معلن عنها قد يكون الهدف منها تحقيق دخل منتظم أو أرباح رأسمالية أو هما معاً كما سبق بيانه.

كما يلاحظ أن سعر الوثيقة يتوقف على تقدير السوق لها فقد يكون السعر أعلى أو أقل من صافي قيمة الأصول، فإذا كان سعر السوق أعلى فهذا يعني أن الوثيقة تتداول بعلاوة أما إذا كان سعر السوق أقل من قيمتها الصافية في الأصول فهذا يعني أن الوثيقة تتداول بخصم **discount** وغالباً ما يكون سعر السوق مختلفاً عن صافي قيمة الأصول للوثيقة.

أسلوب قياس عائد صناديق[1] الاستثمار:

بفرض أن سعر شراء وثيقة الاستثمار في ١ / ١ / ٢٠٠٦ بلغ ٢٨ وحدة نقدية وقد تم خلال نفس العام إجراء توزيعات على حملة الوثيقة بلغت ٤,٥ وحدة نقدية.

وفي ٣١ / ١٢ / ٢٠٠٦ بلغت القيمة الصافية للأصول عن كل وثيقة ٣٤ وحدة نقدية، على ضوء البيانات السابقة يمكن قياس العائد الإجمالي كما يلي:

يمكن معرفة العائد الإجمالي للوثيقة بدلالة العناصر والرموز الآتية:

القيمة الصافية للوثيقة في نهاية المدة = س.

التوزيعات خلال الفترة = ت.

القيمة الصافية للوثيقة في أول الفترة = ص.

$$\text{العائد الإجمالي السنوي للوثيقة} = \frac{\text{س} + \text{ت} - \text{ص}}{\text{ص}} \times \text{١٠٠}$$

العائد السنوي الإجمالي بدلالة البيانات السابقة:

$$= \frac{\text{٣٤} + \text{٤,٥} - \text{٢٨}}{\text{٢٨}} = \frac{\text{١٠.٥}}{\text{٢٨}} \times \text{١٠٠} = \text{٣٧,٥ ٪}$$

يتبادر بناء على ما سبق **سؤال حول كيفية حسابك لعوائد وثائق الاستثمار ؟**

بفرض أنك استثمرت مبلغ ٨٠٠٠ وحدة نقدية في صندوق الاستثمار ثم قمت بإعادة استثمار التوزيعات التي تؤول إليك وكذلك أي أرباح رأسمالية والتي تقدر بمبلغ ١٣٠٠ وحدة نقدية، وقد اتضح في نهاية السنة أن جملة مستحقاتك لدى

---

[1] **Laderman J. M. Guide to mutual Funds، Business week's New York، 1992، p96-97 .**

الصندوق بلغت ١٠٦٦٠ وحدة نقدية، يتضح من هذا المثال أنك لست في حاجة إلى إعادة إضافة التوزيعات فهي مضافة إلى جملة مستحقاتك لدى الصندوق في نهاية السنة – أما إذا تم حصولك على التوزيعات في شكل نقدي – ففي هذه الحالة يتطلب الأمر إعادة إدخالها وأخذها في الحسبان كما في المثال السابق أما في الحالة الأخيرة فإنه يمكن حساب العائد كما يلي:

$$\text{عائد الوثيقة} = \frac{\text{القيمة الصافية للأصول} - \text{قيمة الاستثمار المبدئي}}{\text{قيمة الاستثمار المبدئي}}$$

$$= \frac{\text{١٠٦٦٠} - \text{٨٠٠٠}}{\text{٨٠٠٠}} \times \text{١٠٠} = \frac{\text{٢٦٦٠}}{\text{٨٠٠٠}} \times \text{١٠٠}$$

$$= \text{٣٣,٢٥ ٪}$$

من ناحية أخرى لا بد من الأخذ في الحسبان في مجال المقارنة بين البدائل الاستثمارية أثر الإعفاء الضريبي وتحقيق المساواة أو التماثل بين البدائل بحيث تكون المقارنة على أساس سليم، فمثلاً قد تكون هناك سندات معفاة من الضرائب وأخرى غير معفاة، لذلك يجب حساب عوائد المعفاة قبل الضريبة، بحيث يمكن مقارنتها بالسندات الأخرى غير المعفاة من حيث العائد.

فمثلاً بفرض أن معدل الضريبة على الدخل ٣٧,٤ ٪ وأن عائد السندات غير المعفاة من الضرائب ٦ ٪ بذلك نجد أن:

$$\text{العائد قبل الضريبة للسندات} = \frac{\text{العائد للسند المعفي من الضريبة}}{\text{١} - \text{معدل الضريبة الحدي على الدخل}}$$

$$= \frac{\text{٦ ٪}}{\text{١} - \text{٣٧,٤٪}} = \frac{\text{٦ ٪}}{\text{١} - \text{٣٧,٤٪}}$$

$$= \frac{\text{٦}}{\text{٠,٦٢٦}} = \text{٠,٩٥٨٥} = \text{٩,٥٩ ٪}$$

هذا يعني أن معدل العائد للسندات المعفاة من الضرائب والذي يبلغ ٦ ٪ يساوي ٩,٥٩ ٪ قبل الضريبة.

المراجع باللغة العربية

١. د. محسن أحمد الخضيري، كيف نتعلم البورصة، إيتراك للنشر والتوزيع، الطبعة ١٩٩٩.

٢. د. محسن أحمد الخضيري، أمن الاستثمار في البورصة،هلا للنشر والتوزيع، ط١، ٢٠٠٨م.

٣. د. محمد مطر- د. فايز تيّم، أدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، عمان ٢٠٠٥.

٤. د. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار، دار وائل للنشر، الطبعة الرابعة، الأردن، عمان،٢٠٠٧.

٥. د. أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، القاهرة ١٩٩٨.

٦. نبيل شاكر، الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات، منهج تنمية المعرفية والمهارية، مكتبة شمس،٤٤، شارع القصر العيني،القاهرة، الطبعة الثالثة، ٢٠٠٠.

٧. عبد الرافع عبد الرحمن محروس، النظم المحاسبية المطبقة في مصر، ندوة أهمية المعلومات والإفصاح عنها في البورصات العربية القاهرة، نوفمبر ١٩٨٧.

٨. عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية،الطبعة الخامسة،٢٠٠٦.

٩. د. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق،عمان،الطبعة الأولى٢٠٠٥.

١٠. حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، حلب، الطبعة الأولى ٢٠٠٦

١١. د. عبد الغفار حنفي، د. رسمية قريا قص، الأسواق المالية، كلية التجارة- جامعة الإسكندرية، ٢٠٠٦.

١٢. د. حمزي محمود الزبيدي،الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، عمان، ٢٠٠١.

١٣. د. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة- جامعة الإسكندرية، الدار الجامعة، ٢٠٠١.

١٤. د. سليم الحسنية، مفاهيم معاصرة لتحديث الاقتصاد الوطني، منشورات وزارة الثقافة- دمشق، ٢٠٠٠.

١٥. حسام الدين محمد،ألف باء البورصة،إسلام أون لاين. نت،.

١٦. د. أسامة محمد الفوليد. زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل،كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية،دار الجامعة،الجديدة، ٢٠٠٥

١٧. احمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، عما،١٩٩٧

١٨. بورصة الأوراق المالية بالقاهرة- الكتاب السلوى للعام ١٩٩١.

١٩. د. علاء الدين جبل، لمحة عن إدارة المحافظ الاستثمارية، مجلة المأمون، كانون الثاني ٢٠٠٧.

٢٠. نضال الشعار، سوق الأوراق المالية، دار الضاد، حلب، ٢٠٠٢.

21. د. وسام ملاّك،البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الأول والثاني، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس النبع٢٠٠٣.
22. د. طارق عبد العال حماد، مدخل إلى البورصة، الدار الجامعة، ٢٠٠٥.
23. د. أيمن السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض الاستثمار في البورصة، الدار الجامعة، ٢٠٠٥.
24. ترجمة وإعداد بشر الموصللي، البورصة- كيفية المضاربة والاستثمار، شعاع للنشر والتوزيع، ٢٠٠٣.
25. عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية،الطبعة الخامسة،٢٠٠٦.
26. د. أسامة محمد الفولي- د. زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل،كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية،دار الجامعة،الجديدة، ٢٠٠٥.
27. أحمد فهمي الإمام، أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية، اتحاد المعارف العربية،١٩٧٩.
28. د- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية،دار صفاء للنشر والتوزيع- عمان، ٢٠٠٣.
29.
30. د. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل، الطبعة الأولى،٢٠٠٨.
31. المنذر سليمان، الفرص الضائعة في مسار التكامل الاقتصادي والتنمية العربية، مدبولي، الطبعة الأولي، ١٩٩٥.
32. د. محمد صالح الحناوي، والدكتورة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية" البورصة والبنوك التجارية"،الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٠، كلية التجارة – جامعة الإسكندرية.
33. عبد المنعم أحمد محمد المنسي، دراسة اختباريه لكفاءة سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق،١٩٩٧.
34. د. محمد سامي الشوا، ثورة المعلومات وانعكاساتها على قانون العقوبات، دار النهضة العربية، ١٩٩٤.
35. د. محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة،٢٠٠٧.
36. محمد عثمان حميدة، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٣.
37. وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، ١٩٩٧.
38. علي شلبي، بورصة الأوراق المالية،دراسة علمية وعملية، مكتبة النهضة المصرية، الطبعة الأولى، ١٩٩٢، القاهرة.

٣٩. نبـــذة عـــن قيـــد الشـــركات في البورصـــة المصـــرية، بورصـــتي القـــاهرة والإســـكندرية، .www.Egypt's. com

٤٠. د. سليم الحسنية، مفاهيم معاصرة لتحديث الاقتصاد الوطني، منشورات وزارة الثقافة، ٢٠٠٠، سورية.

٤١. مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة، القاهرة،١٩٩٣.

٤٢. مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، دراسة نظرية وعملية، الطبعة الثانية، ١٩٦٧.

٤٣. أبى صالح، بورصة الأوراق المالية، ج فريدي باز جوز، إدارة المحافظ، اتحاد المصارف العربية، بيروت،١٩٨٧.

٤٤. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الأولى، عمان، ١٩٩٣.

٤٥. مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، أدوات آلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية،١٩٩٣.

٤٦. عبد الرافع عبد الرحمن محروس، النظم المحاسبية المطبقة في مصر، ندوة أهمية المعلومات والإفصاح عنها في البورصات العربية القاهرة، نوفمبر ١٩٨٧.

٤٧. د. أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة القاهرة،١٩٩٨.

المراجع باللغة بالأجنبية

1. **W. Baumol & Blinder – Economics (u.s: Thomson، 2003)**
2. **Rees، Bill،" Financial Analysis"، Prentice- Hall N.Y.، 1990.**
3. **Jenser، Michael، "Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency"، Journal of financial Economics، June، 1978.**
4. **Levy، Haim and Marshall، s.، "Portfolio and Investment Selections Theory and Practice- Hall، INC.، N. J.، 1984.**
5. **Belkeoui، A.، "Accounting Theory"، Harcourt Brace Jovanovich، Inc.، N.Y.، 1987.**
6. **Haugen، A. Robert، "Modern Investments Theory" Prentice-Hall، N. J.، 1990.**
7. **Fama، E.، "Efficient Capital Market Review of Theory and Empirical Work"، The Journal of Finance، No. 2، May، 1970.**
8. **Beaver، William H.، " Market Efficiency"، The Accounting Review، January، 1981.**

الفهرس